



## Dette privée : un vecteur indispensable à la croissance et à la compétitivité européennes



Richard  
**JACQUET**

Président  
ZENCAP ASSET  
MANAGEMENT

Dans un contexte géopolitique agité et de changement de paradigme dans les grands équilibres mondiaux, la dette privée offre l'opportunité de financer des entreprises françaises, européennes, dans une logique de développement de la souveraineté, de renforcement de la résilience et d'accroissement de la compétitivité de notre continent. Les thèmes de la défense, du numérique ou de la souveraineté industrielle ou énergétique se prêtent particulièrement bien à la dette privée.

### LA DETTE PRIVÉE SMID<sup>(1)</sup> : L'OPPORTUNITÉ DE SOUTENIR UNE CROISSANCE DURABLE ET LA SOUVERAINETÉ EUROPÉENNE

La stratégie SMID, qui vise de grosses PME ou de petites ETI non cotées, est particulièrement adaptée à ces enjeux. En effet, elle cible des entreprises plus petites mais aussi plus locales que les stratégies « large cap », dont l'emprise géographique est plus étendue et l'impact sur le tissu économique local est, de ce fait, plus dilué.

Par ailleurs, ce segment d'investissement permet de poursuivre des stratégies de durabilité ambitieuses, désormais plus compliquées hors d'Europe. Le financement en *unitranche*<sup>(2)</sup> SMID nous apporte en effet l'influence nécessaire auprès de ces entreprises en matière de durabilité. Il conjugue des rendements de l'ordre de 8 %/9 %

actuellement, avec une meilleure maîtrise des risques du fait de la relation bilatérale entre prêteur et emprunteur, ainsi que la possibilité d'investir dans les thématiques qui feront la compétitivité de l'Europe demain dans un monde multipolaire.

### DETTE D'INFRASTRUCTURE : UN PRÉREQUIS POUR UNE CROISSANCE DURABLE

La dette d'infrastructure est également au premier plan de cette réflexion. En effet, il n'existe pas de croissance durable sans infrastructures solides. Après de nombreux investissements en Europe, quelques thèmes ressortent désormais comme socle essentiel de notre future compétitivité tels que le numérique et l'énergie. Ces deux segments sont des prérequis pour la croissance des entreprises européennes.

<sup>(1)</sup> « SMID » : financements de 10 à 50 millions d'euros.

<sup>(2)</sup> L'*unitranche* est une dette senior sécurisée, offrant les mêmes sûretés que la dette senior, mais généralement détenue par un seul prêteur (fonds de dette).



La souveraineté énergétique comme la qualité de nos réseaux numériques sont donc des enjeux majeurs.

Au-delà des grands projets d'infrastructure, notre résilience passera aussi par notre capacité à construire des réseaux granulaires, diffusés sur l'ensemble du territoire.

Si la dette senior est historiquement présente sur ce marché, elle se concentre principalement sur du *large cap*<sup>(3)</sup>. Elle n'adresse ainsi pas l'ensemble du spectre des besoins liés au financement de ces transitions.

La dette d'infrastructure *junior small cap* contribue elle aussi à cet objectif en comblant le déficit d'irrigation du financement au niveau local. Elle offre en outre des rendements de l'ordre de 8 %/10 % en dette junior sécurisée actuellement, pour un coût en Solvabilité II limité. Nous y voyons un pipeline important et restons convaincus que ce segment présente de l'intérêt en termes d'équilibre rendements/gestion des risques et apporte une contribution à notre indépendance et notre souveraineté.

### LA TITRISATION, UN OUTIL TROP SOUVENT OUBLIÉ POUR LIBÉRER LA CIRCULATION DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE ET FINANCER LES TRANSITIONS ET ENJEUX DE DEMAIN

La titrisation est un des axes les moins prisés du crédit privé. Elle a pourtant fait récemment l'objet de nombreuses annonces, notamment avec le rapport

## LE SAVIEZ-VOUS ?

**La titrisation est une technique**, et pas seulement un produit, mise en avant récemment par le rapport Draghi et différents régulateurs qui considèrent que la classe d'actifs a été injustement pénalisée. Si la titrisation US (« subprime ») a subi des pertes massives à la suite de la crise de 2008, les CLO<sup>(5)</sup> n'ont quasiment pas connu de pertes depuis 25 ans et présentent un historique de défaut même meilleur que le crédit corporate.

<sup>(5)</sup> Un CLO (Collateralized Loan Obligation) sur le marché de la syndication est un véhicule de titrisation qui regroupe un portefeuille de prêts syndiqués à effet de levier.

Draghi pour réformer et relancer la croissance durable. La titrisation est désormais 10 fois plus importante aux États-Unis qu'en Europe, du fait d'une réglementation européenne jugée désormais injustement punitive. Cela contribue pour partie à l'efficacité de l'économie américaine.

Ostracisée en Europe depuis 15 ans maintenant, contrairement aux autres régions du monde, ce support mérite d'être réhabilité et pourrait lui aussi largement contribuer à la compétitivité européenne.

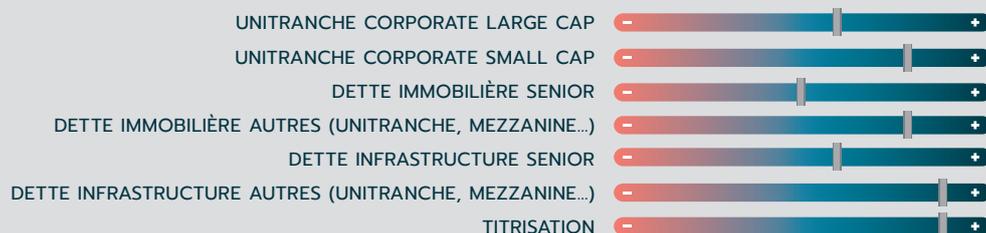
La première étape est une mise en perspective des performances crédit : si le *subprime* US a connu des taux de défaut inacceptables, les CLO (titrisations de *leveraged loans*) ont finalement essentiellement souffert de volatilité de prix. Nous constatons aujourd'hui que les taux de défaut et de perte (réels, observés historiquement) sur ce segment de marché sont très faibles depuis 25 ans, inférieurs même aux obligations corporate de rating équivalent. Et bien sûr, du fait de la désaffection des investisseurs,

les rendements y sont plus élevés que sur le crédit traditionnel.

Il est temps de se rappeler que la titrisation est une technique plus qu'une classe d'actifs. Elle peut s'appliquer à différents sous-jacents, mais il n'y a pas de transmutation de plomb en or (ni d'or en plomb...). Il faut simplement choisir avec vigilance les prêts sous-jacents et utiliser cette technique à bon escient pour financer les nombreux besoins de l'Union européenne dans le contexte géopolitique et économique actuel. Sans oublier que les CLO sont aujourd'hui la principale source de financement des *leveraged loans* et donc des fonds private equity.

En conclusion, la dette privée est un objet protéiforme. Sa principale incarnation est le *direct lending large cap*<sup>(4)</sup>, mais de nombreuses autres stratégies existent proposant des profils rendement/risque intéressants, de la diversification et l'opportunité de contribuer à la souveraineté et à la compétitivité européennes, au-delà des segments plus traditionnels de la dette privée.

## CURSEURS



Malgré le cycle de baisse des taux récent, la dette privée offre actuellement des rendements de l'ordre de 8 %/9 %, les spreads de crédit ne s'étant que légèrement compressés après une hausse ces dernières années, en particulier sur les segments moins largement répandus. Le positionnement en mezzanine<sup>(6)</sup> ou unitranche permet un alignement d'intérêt avec les emprunteurs et sponsors, procure des rendements qui de notre point de vue rémunèrent le risque et permet un sourcing diversifié d'opérations. La titrisation et la dette immobilière junior restent des segments plus délaissés par les investisseurs et pourraient ainsi présenter des points d'entrée et TRI à considérer.

<sup>(6)</sup> La dette mezzanine est un financement subordonné qui combine des éléments de dette et de capital et qui intervient après la dette senior mais avant les actionnaires en cas de défaut.

<sup>(3)</sup> En dette privée, le segment *large cap* désigne les financements accordés à des entreprises de grande taille, généralement avec un EBITDA supérieur à 75-100 millions d'euros.

<sup>(4)</sup> Prêt direct à des grandes entreprises.