



Zencap

Asset Management

UNE MARQUE



Ofi invest

Dette privée Europe et USA : même combat ?

25 mars 2026

Note à caractère informatif, générée à 100% par *intelligence humaine*. Des fautes d'orthographe peuvent donc rester présentes, nous vous prions de bien vouloir nous en excuser par avance...

Le crédit privé fait la une des médias

De nombreux articles sont apparus récemment pour alerter sur les risques de la dette privée : impact de l'IA sur les entreprises financées, concentration sur le secteur des logiciels, distribution aux particuliers et enjeux de liquidité (demandes de rachat importantes chez Blackstone, Blue Owl, Apollo, HPS, Ares...), faillites d'entreprises (First Brand, Tricolor....) interrogeant sur les standards d'octroi des financements, caractère possiblement systémique de la situation, voire analogies avec la crise de 2008-2009...

Avec notre expérience de près de 15 ans sur la Dette Privée, nous essayons ici de prendre du recul pour identifier les risques réels qui pourraient menacer la dette privée, en particulier en Europe.

En Synthèse

- Pas de tension spécifique sur le crédit privé européen, qui reste globalement discipliné ;
- Les phénomènes qui posent question sont situés aux Etats-Unis, et émanent du secteur du logiciel plus représenté dans le crédit privé américain qu'en Europe ;
- Ces phénomènes américains sont la conséquence (i) d'inadéquations actif-passif (liquidité du passif et pas de l'actif), (ii) d'une utilisation significative de l'effet de levier et (iii) d'une discipline d'investissement en baisse (concentration sectorielle, cov-lite...) ;
- Le crédit privé n'est pas systémique (même aux Etats-Unis) ;
- Sur le scénario « Saasocalypse » : nous avons toujours été et restons très stricts dans nos critères d'octroi en ne finançant que des entreprises bien installées et fortement génératrices de cash-flow, nous sommes ainsi très peu exposés au secteur du SaaS.

Oui, certains aspects de la dette privée peuvent interroger... aux USA.....	3
Contexte.....	3
Le problème de fond.....	3
Le catalyseur.....	3
L'accélérateur.....	3
L'inquiétude supplémentaire.....	3
Non, la situation n'est pas la même en Europe	4
Contexte.....	4
Le même problème de fond ?	4
Quid du catalyseur ?.....	4
Un accélérateur ?	4
Une inquiétude supplémentaire ?.....	4
Principaux points à retenir.....	4
Et dans tous les cas, pas un caractère systémique	5
Principaux points à retenir.....	6
La dette privée : un enjeu pour le financement de l'économie réelle, nécessitant des points d'attentions spécifiques.....	6
Chez Zencap AM spécialiste de la dette privée depuis 2009 :.....	6
Les enjeux de liquidité en Europe	7
Focus sur les fonds Zencap AM.....	8

Oui, certains aspects de la dette privée peuvent interroger... aux USA

Contexte	<ul style="list-style-type: none"> Le poids de la dette privée dans le financement des entreprises est élevé aux US avec des banques ne représentant plus que 30-35%. Les encours de dette privée atteignent près de 1800Md\$ aux USA (~6% du PIB). C'est d'ailleurs depuis de nombreuses années une des forces de l'économie américaine, qui mobilise ainsi l'épargne sur une large échelle pour financer les besoins de ses entreprises...
<p>En revanche, on observe aux USA des dérives dans le cadre du crédit privé et un enchaînement de phénomènes qui ont concentré l'attention sur ces dérives :</p>	
Le problème de fond	<ul style="list-style-type: none"> Concentration sectorielle élevée sur des financements aux entreprises Tech et notamment software => secteur estimé autour de 16% dans les BDC¹, 21% des private credit loans
Le catalyseur	<ul style="list-style-type: none"> Le scénario « Saaspocalypse », i.e. l'inquiétude que tout le secteur software soit disrupté par l'IA, avec des pertes significatives à attendre au niveau des financements
L'accélérateur	<ul style="list-style-type: none"> Le poids des particuliers dans le crédit privé US via les BDC notamment qui offrent une certaine liquidité (environ 25% des AuM US en crédit privé avec 450Md\$) ; relâchement réglementaire récent sur les actifs non cotés dans les plans 401(k)² <ul style="list-style-type: none"> => Promesse de liquidité du passif parfois incompatible avec la liquidité des actifs (structures de type evergreen largement diffusées), Concentrant l'attention récente des médias sur les demandes de rachat, plus que sur les fondamentaux, et sur la pertinence des valorisations Même si en pratique, <i>à ce jour</i>, les fonds US evergreen ont honoré en grande partie les demandes de rachat. Par ailleurs, l'inquiétude sur la discipline de crédit augmente aux USA compte tenu de quelques défauts très visibles et l'augmentation des prêts « covenant-lite » (en particulier sur l'upper mid cap et au-dessus)
L'inquiétude supplémentaire	<ul style="list-style-type: none"> Les véhicules américains peuvent présenter en plus un effet de levier bancaire (ou en tout cas financier) <ul style="list-style-type: none"> démultipliant les pertes potentielles (crédit, voire mark-to-market en cas de véhicule semi-liquide) constituant une courroie de transmission aux banques et donc un potentiel risque systémique

¹ Les BDC (Business Development Companies) sont des fonds américains qui investissent dans des petites et moyennes entreprises, en leur proposant des financements sous forme de dette, de capitaux propres ou de financement du sponsor financier.

² Plans de retraite par capitalisation très répandus aux USA

Non, la situation n'est pas la même en Europe

L'Europe ne vit pas en vase clos et il serait imprudent de ne pas considérer et comprendre ces événements, mais la situation est tout de même très différente en Europe :

Contexte	<ul style="list-style-type: none"> Les banques restent majoritaires dans le financement des entreprises (70-85%), le poinds de la dette privée est bien plus faible (~400Md€, soit ~2.2% du PIB). <ul style="list-style-type: none"> C'est d'ailleurs une des explications au différentiel de croissance avec les USA depuis 10-15 ans (cf. capacité à mobiliser l'épargne et répondre aux besoins de financement de l'économie)
Le même problème de fond ?	<ul style="list-style-type: none"> L'exposition des fonds de dette privée européens à la Tech est bien plus limitée qu'aux USA : <ul style="list-style-type: none"> le secteur de la tech européen est moins profond et moins présent dans fonds de dette privée. En particulier sur le segment small & Lower mid. Les critères d'octroi restent exigeants, avec généralement des covenants stricts sur le small & lower mid-cap. C'est moins vrai sur le mid-to-large cap.
Quid du catalyseur ?	<ul style="list-style-type: none"> Du fait de cette exposition plus limitée sur le secteur des softwares, le scénario « Saasocalypse », s'il ne doit pas être négligé, est moins préoccupant en Europe.
Un accélérateur ?	<ul style="list-style-type: none"> La diffusion auprès des investisseurs particuliers reste embryonnaire : <ul style="list-style-type: none"> => 7,5Md€ d'encours sur les fonds ELTIF en France à fin 2024 (tous sous-jacents confondus, i.e. dette privée et autres stratégies – la dette privée est minoritaire) vs. 100 Md€+ sur l'ensemble du marché français de dette privée (essentiellement institutionnel, structures sans liquidité (fonds fermés))
Une inquiétude supplémentaire ?	<ul style="list-style-type: none"> Peu de levier bancaire : <ul style="list-style-type: none"> Dans les banques européennes, l'exposition à la dette privée reste dans la plupart des cas < 1% des bilans bancaires. La désintermédiation du risque crédit permet une répartition des risques entre les différents acteurs (et pas un retour du risque dans les bilans bancaires).

Principaux points à retenir

	Dette Privée USA	Dette Privée Européenne
Qualité du crédit et sous-jacent	Détérioration des standards de financement et de construction de portefeuille : <ul style="list-style-type: none"> Concentration sur des secteurs possiblement menacés (Tech, Software) Augmentation des prêts sans garde-fous stricts (« covenant-lite »). 	<ul style="list-style-type: none"> Moins de concentration sectorielle Meilleure discipline dans les critères de financement, en particulier sur le small et lower mid-cap
Profil des investisseurs	Large ouverture aux particuliers (via les BDC notamment), souvent moins avertis des risques et susceptibles d'entraîner des « mouvements de foule » dans des fonds semi-liquides dont l'adéquation actif-passif n'est pas toujours satisfaisante.	Fonds professionnels : Quasi-exclusivement des investisseurs institutionnels (assureurs, fonds de pension, family offices) dans des fonds bloqués contractuellement à long terme (fonds fermés).

Et dans tous les cas, pas un caractère systémique

- **Les montants de dette privée globaux restent modestes**, malgré la croissance récente, y compris aux USA
 - Environ 400Md€ en Europe, soit 2,2% environ du PIB
 - Environ 1800Md\$ aux USA, soit 6% environ du PIB (à comparer un poids de la titrisation – tous segments confondus, incluant les subprimes – de ~60%+ du PIB en 2008)
- **L'interconnexion avec les banques**, même si elle est difficile à estimer correctement à ce stade, semble **sans commune mesure avec la situation des subprimes de 2008-09**.
- Au sein des assureurs européens, ces actifs sont essentiellement considérés comme illiquides et traités comme tels.

⇒ Ainsi, le caractère systémique de la crise de 2008-09 ne se retrouve pas ici

- Le **risque Tech**, s'il est un facteur corrélant pour certains véhicules qui ont des expositions élevées (atteignant dans certains cas aux USA jusqu'à 40%, et 16% en moyenne dans les BDC), est **atténué** grâce à la diversification sur d'autres secteurs, ce qui n'était pas le cas des subprimes (totalement corrélés entre eux, via le risque de taux et le risque immobilier sur des populations d'emprunteurs à risque)
- Enfin, si cela peut se terminer avec des pertes pour les particuliers américains qui ont investi dans ces BDC (et ce n'est pas encore le cas – mais pourrait l'être), **l'analogie faite avec la crise des subprimes avec un risque de « Bank run » nous semble inappropriée** :
 - en 2008, le risque était de voir des banques tomber à cause d'une crise de liquidité engendrée par les craintes de solvabilité liées aux pertes subprime, diffusé de manière opaque au sein des bilans de banques. On se rappelle les files d'attente devant les guichets bancaires dans certains pays.
 - Aujourd'hui, un fonds/une BDC qui devrait faire face à des demandes de retraits massifs ne donnerait pas lieu à un « Bank run » : les investisseurs concernés y subiraient des pertes ou au moins des délais pour récupérer leur investissement (et non pas leurs dépôts), mais cela ne constituerait pas un obstacle pour payer leurs factures au quotidien (à l'échelle de l'ensemble des investisseurs).

⇒ Ce point, conjugué à la faible exposition des banques et à la gestion appropriée de la liquidité par les assureurs, nous semble éliminer pour le moment tout caractère systémique.

Principaux points à retenir

	Subprime 2008	Dette Privée 2026
Qualité du crédit & sous-jacent	Mono secteur, prêts aux particuliers (peu solvables) sur l'immobilier	Diversifié globalement. Avec une dérive de concentration aux USA sur certains secteurs (cf. comparaison USA / Europe)
Caractère systémique	<ul style="list-style-type: none"> • Classe d'actifs largement diffusée chez tous les investisseurs, dont les banques. • Engendrant une inquiétude sur la solvabilité des banques • Déclenchant une crise de confiance et donc de liquidité sur les banques (bank run) 	<ul style="list-style-type: none"> • Pas de caractère systémique, même aux USA. • Aux USA : un poids plus élevé des investisseurs retail (~25%), mais pas de diffusion massive dans les banques avec le risque subséquent de Bank run par perte de confiance • En Europe, essentiellement des structures fermées sans fenêtre de liquidité, exposition bancaire très faible

La dette privée : un enjeu pour le financement de l'économie réelle, nécessitant des points d'attentions spécifiques...

Les dérives observées récemment doivent être nuancées car elles concernent essentiellement les USA, mais elles doivent servir de « wake-up call » pour les Européens :

- Attention aux financements « covenant-lite » :
 - Les covenants sont la première force de rappel pour un créancier.
 - En Europe, cette dérive est relativement présente sur les segments mid-to-large cap où la compétition sur les deals est la plus intense et où les pratiques se rapprochent plus des marchés cotés – très différent du segment small et lower midcap
- Attention également à la concentration sectorielle (software) ou à toute concentration de facteurs de risques corrélants (tels que l'IA par exemple).
 - C'est là aussi encore particulièrement vrai sur le mid-to large cap où on observe des « effets de mode » sectoriels
- Attention aux structures de fonds (cf. point ci-dessous sur la liquidité)

Chez Zencap AM spécialiste de la dette privée depuis 2009 :

- Nous avons le plus souvent évité le secteur de la tech
 - non par prescience
 - mais parce que les métriques de ces financements nous semblaient généralement peu compatibles avec une approche prudente de créanciers (et se rapprochaient généralement trop d'un profil EQUITY selon nous, dépendant non pas de cash flows, mais essentiellement de croissance/appréciation des valorisations).

- **Notre approche** se caractérise ainsi par :
 - Des entreprises locales souvent spécialisées, de niche et tournées vers une croissance durable et sectoriellement diversifiées
 - La recherche de cash flows résilients plutôt que la recherche d'appréciation du capital
 - Un focus sur le segment small & lower mid cap :
 - où la compétition pour financer est moins intense,
 - moins sujet aux dérives des covenant-lite
 - La construction d'un portefeuille granulaire diversifié : à la fois par rapport aux secteurs mais aussi par rapport à d'éventuels facteurs corrélants trans-sectoriels.
 - Une extrême prudence par rapport à la disruption induite par l'IA : le scénario actuel de « Saasocalypse » se concentre sur le risque des entreprises du software, mais le potentiel de disruption de l'IA va bien plus loin.
 - Nous sommes convaincus que cette disruption n'aura pas un impact uniforme sur tous les secteurs et même au sein d'un même secteur

S'il est encore difficile d'identifier gagnants et perdants de l'IA, cette approche nous semble constituer la meilleure manière de se protéger de ces phénomènes de mode/extrêmes observés notamment aux USA ou sur certains segments de marché.

Les enjeux de liquidité en Europe

- Les fonds de dette privée distribués aux particuliers restent embryonnaires en France / en Europe.
 - On ne connaît donc pas en Europe les enjeux de rachats observés aux USA.
- Mais l'essor du non coté dans les offres à destination des particuliers (statut ELTIF 2 en Europe, Loi LIV en France et diffusion du format Evergreen) souligne le **besoin d'observer les événements grandeur nature aux USA pour concevoir des produits robustes en Europe** :
 - La **structuration du passif** des véhicules est clé :
 - les mécanismes de « gate », les délais de rachat, les pénalités, les périodes blocage...
 - La **structuration de l'actif** est tout aussi essentielle :
 - l'hybridation avec des actifs cotés permet de diversifier et solidifier la liquidité d'un portefeuille
 - la construction de portefeuille doit aussi être utilisée pour gérer le profil de liquidité du véhicule (granularité, profils de maturité etc.)

A notre sens, ces phénomènes récents observés aux USA ne sont pas consubstantiels à la classe d'actifs Dette Privée, mais correspondent à des dérives « aux bornes » d'un canal de financement par ailleurs utile, voire nécessaire, face aux enjeux de croissance et de compétitivité et de souveraineté en Europe.

De plus, la classe d'actifs continue d'offrir des rendements nets du risque attractifs et a toute sa place dans les allocations obligataires ou non cotées : il est en revanche nécessaire de bien en maîtriser les risques afin d'en tirer le meilleur bénéfice possible dans ces allocations.

Focus sur les fonds Zencap AM

Nous profitons de cette note sur les événements de marché pour rappeler – si besoin était – la situation dans les fonds Zencap AM : **nous ne sommes pas exposés directement aux phénomènes décrits ci-dessus.**

- **USA** : Nous n'avons pas d'exposition directe aux entreprises US : nos fonds investissent uniquement en Europe et essentiellement en France
 - Nos rares expositions US sont indirectes et découlent des exportations réalisées par des entreprises françaises
- **SaaS** : Nous sommes très peu exposés au secteur SaaS (pour les raisons évoquées ci-dessus dans le cadre de notre approche)
- **Tech** : Nous sommes très peu exposés au secteur de la Tech (pour les raisons évoquées ci-dessus dans le cadre de notre approche)
- **Rachats** : Tous nos fonds sont structurés avec un passif bloqué jusqu'à liquidation : pas de rachats possibles.

Avertissement

Cette communication est établie par Zencap Asset Management, société de gestion de portefeuille de droit français agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous le numéro GP-11000024 dont le siège social est situé au 127-129 quai du Président Roosevelt 92130 Issy les Moulineaux. Cette communication est destinée exclusivement à des investisseurs professionnels et contreparties éligibles au sens de la Directive « MIF 2 » n°2014/65/UE et 2016/1034 relative aux marchés d'instruments financiers.

Elle ne saurait être assimilée à une activité de démarchage, à une quelconque offre de valeur mobilière ou instrument financier que ce soit ou de recommandation d'en acheter ou d'en vendre.

Elle contient des éléments d'information et des données chiffrées que Zencap Asset Management considère comme fondés ou exacts au jour de leur établissement. Pour ceux de ces éléments qui proviennent de sources d'information externes, leur exactitude ne saurait être garantie.

www.zencap-am.fr

