

VUES DE CÔME · AUTOMNE 2026

DETTE PRIVÉE : LE MOMENT DE FAIRE LE TRI

Julien Codina

Senior Investment Manager, Côme Maison Financière

INTRODUCTION

Derrière chaque entreprise, deux typologies d'investisseurs se partagent la valeur de l'actif économique.

Les actionnaires en sont les propriétaires. Ils détiennent ce qui reste une fois la dette nette déduite, et sont rémunérés, le cas échéant, par les dividendes et par la hausse de valeur de leurs titres. Les créanciers, eux, ont prêté de l'argent à l'entreprise. Leur créance est fixe, et leur rémunération tient dans les intérêts perçus à fréquence régulière ou à l'échéance. Aux premiers le potentiel de hausse, aux seconds la visibilité des flux et la priorité en cas de difficulté.

L'investisseur en dette privée se place dans la catégorie des créanciers. La dette privée finance des entreprises et des projets en dehors des banques et des marchés cotés, par des prêts directs ou des obligations non cotées. Son terrain principal reste le financement des LBO, en dette senior ou unitranche, mais son champ est bien plus large : immobilier, infrastructures, financements adossés à des actifs.

Investisseurs institutionnels et privés y ont trouvé un rendement supérieur à celui de la dette cotée et une volatilité plus faible, en contrepartie de l'illiquidité. Après des années d'afflux de capitaux, la classe d'actifs occupe désormais le devant de la scène, tiraillée entre signaux d'alerte et messages rassurants. Le moment est venu de faire le tri.

A – POURQUOI LA DETTE PRIVÉE S'EST-ELLE RETROUVÉE DANS LA TOURMENTE ?

Après la sortie de Cowork début janvier 2026, Claude ajoute fin janvier un certain nombre de modules dédiés à la vente, à la finance ou au juridique, qui conduisent les investisseurs à s'interroger sur la pérennité du modèle Software as a Service, fondé sur l'abonnement. Les valeurs logicielles reculent alors nettement : Salesforce, leader mondial du CRM, perd en quelques semaines près d'un tiers de sa valeur. On parle alors de SaaSocalypse.

Ce repli touche un secteur dont les valorisations étaient historiquement élevées, et que les fonds de LBO privilégiaient depuis une décennie pour la récurrence de ses revenus, sa résilience et ses

marges élevées. Faute de pouvoir mesurer l'effet de l'IA sur le modèle économique de ces entreprises, le marché peine alors à les valoriser.

La dette privée est directement concernée. En effet, une large part de ses encours finance des LBO, dont nombre d'opérations dans le logiciel ont été structurées avec un levier important, justifié par la visibilité des revenus. Le marché craint alors une hausse des défauts. Depuis, les taux de défaut ont effectivement légèrement augmenté, en particulier sur les financements recourant au PIK. Celui du secteur du logiciel reste toutefois historiquement bas, à 0,6 % en août 2026, selon Fitch Ratings.

Aux États-Unis, marché le plus exposé au logiciel, une part importante de la dette privée est logée dans des Business Development Companies (BDC), accessibles aux particuliers avec des tickets d'entrée relativement bas et une liquidité partielle. Face à ces turbulences, de nombreux investisseurs demandent simultanément le rachat de leurs parts. Contraints par ces demandes de rachat trop importantes, les fonds activent alors leurs « gates ». Ce mécanisme de plafonnement des sorties, prévu dans le règlement, a en effet vocation à protéger les investisseurs restants et l'actif du fonds. Des acteurs de premier plan tels que Blue Owl ou Apollo, ayant été contraints d'activer ces gates, font à cette occasion les gros titres et alimentent les craintes sur la classe d'actifs.

B – UNE CLASSE D'ACTIFS HÉTÉROGÈNE, OÙ LA SÉLECTION FAIT LA DIFFÉRENCE

Ces éléments doivent évidemment être intégrés aux grilles d'analyse, mais ils ne suffisent pas à disqualifier l'ensemble de la classe d'actifs. Comme sur la plupart des marchés non cotés, l'investissement en dette privée est avant tout affaire de sélection.

Cette sélection est d'abord géographique. L'Amérique du Nord, qui concentre historiquement 60 à 70 % des capitaux levés selon PitchBook, présente des pratiques sensiblement différentes de celles de l'Europe. Une concurrence plus vive entre prêteurs, conjuguée à des valorisations plus élevées, conduit certains fonds à accepter des structures plus risquées, assorties de garanties moins protectrices.

Elle porte ensuite sur les gérants. Il convient de privilégier des équipes à l'historique éprouvé, affichant un faible taux de défaut et une capacité démontrée à construire des portefeuilles diversifiés, à gérer les situations de défaut et à optimiser les taux de recouvrement. Les acteurs les plus robustes combinent une présence internationale, des équipes locales et des experts des secteurs couverts. Cette organisation leur donne accès aux meilleures opportunités, leur permet de diversifier les risques pays et sectoriels, et d'identifier les principaux risques dès l'analyse. Un suivi rigoureux du portefeuille et des covenants est par ailleurs indispensable pour détecter les signaux d'alerte en amont et les traiter au plus tôt. En outre, la présence en interne de spécialistes des situations spéciales, capables de reprendre la main sur une entreprise en difficulté, constitue un réel atout.

La sélection concerne également la structure des fonds. Les fonds fermés ne sont pas exposés aux demandes de rachat qu'ont connues Blue Owl ou Apollo, mais les capitaux y sont appelés progressivement, ce qui réduit le rendement effectif de l'engagement total. À l'inverse, les fonds ouverts largement distribués auprès d'une clientèle « retail », peu familière à la dette privée, appellent à la plus grande prudence, car ce sont eux qui ont subi les tensions de liquidité observées sur les BDC.

C – LA DETTE ASSET-BACKED, UN LEVIER DE DIVERSIFICATION

Lorsque l'on pense à la dette privée, c'est souvent la dette corporate qui vient à l'esprit, cette stratégie représentant une part importante du marché. Celui-ci est néanmoins bien plus large, et il est pertinent de diversifier son approche, notamment par la dette privée asset-backed.

Là où la dette corporate consiste à prêter à une entreprise sur la base de ses flux de trésorerie futurs, la dette asset-backed repose sur la prise en garantie d'actifs. Le prêteur peut ainsi se rembourser sur la valeur de cet actif en cas de défaut de l'emprunteur.

Les actifs pris en garantie sont de natures diverses. Une première catégorie regroupe les actifs réels : actifs immobiliers ou d'infrastructure. En immobilier, il peut s'agir d'immeubles, d'hôtels ou de villas dans le cadre de financements bridge. La dette privée peut également intervenir dans le cadre d'opérations de promotion, où le terrain sert de collatéral, souvent complété par une garantie de la maison mère. En infrastructure, les garanties peuvent par exemple porter sur des actifs énergétiques, industriels ou de transport.

Le collatéral peut également être constitué d'actifs immatériels, dont le spectre est particulièrement large. Les plus courants sont les créances commerciales, avec un fonctionnement proche de l'affacturage. Il est par ailleurs possible de prendre en garantie des crédits d'impôts, des catalogues de droits (musique, films, royalties) ou encore des portefeuilles de prêts, dans le cadre du financement de fintechs.

CONCLUSION

La dette privée s'est imposée en une décennie comme une classe d'actifs majeure. Selon PitchBook, ses encours mondiaux dépassent désormais 2 500 milliards de dollars, contre environ 500 milliards en 2015. Cette croissance, accélérée par la remontée des taux directeurs à partir de 2022, ne s'est pas faite sans turbulences.

Comme tout marché vers lequel affluent les capitaux, elle a connu des excès : dans la sélection des dossiers, dans la structuration financière des opérations, mais aussi dans la conception même des véhicules d'investissement.

Notre conviction : la dette privée conserve toute sa pertinence. Ces excès appellent une vigilance accrue, non un rejet. Ils imposent un suivi attentif des taux de défaut et une sélection rigoureuse des gérants, dont dépend en premier lieu la performance de l'investissement.

La sélection demeure la pierre angulaire de l'investissement, et des due diligences approfondies sont le préalable à toute prise de position. Elle rappelle aussi notre rôle d'allocataire : construire une exposition diversifiée et complémentaire, tant sur le plan géographique que par la nature des actifs financés, qu'il s'agisse de dette corporate ou asset-backed. Cela suppose également de surveiller les overlap entre fonds, en matière de secteurs, de taille d'entreprises et de format d'investissement.

En tant que family office, sélectionneur de fonds et allocataire de capitaux, c'est là notre raison d'être et notre valeur ajoutée.