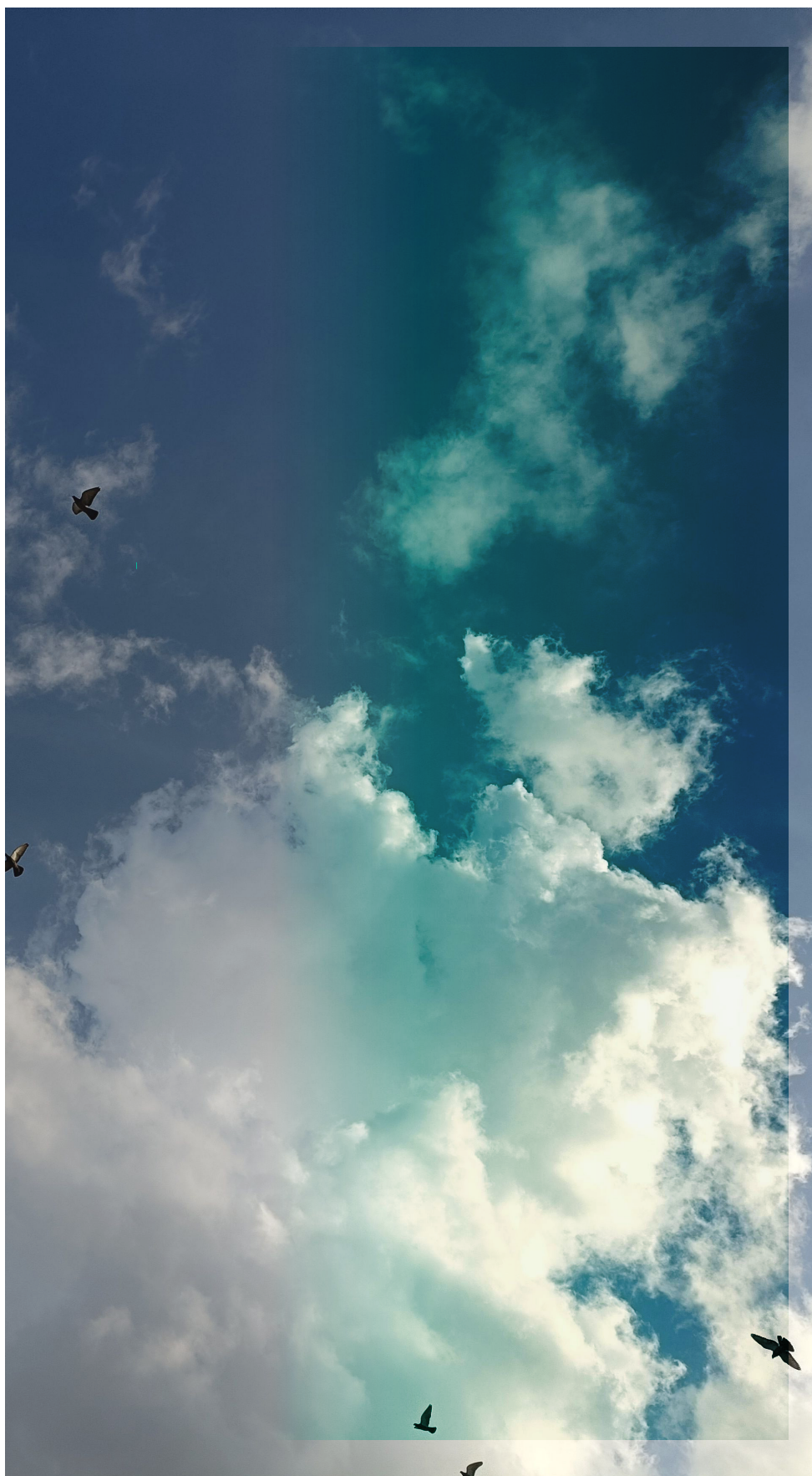




EDITO

Dettes privées : des tensions liées à la liquidité, au levier et à certains formats de distribution.

PORTEFEUILLE

La cession de Nostrum Group à IREN, illustration de la convergence entre énergie et infrastructures numériques.

IA

L'IA au cœur de la transformation des éditeurs de logiciels.

**Dettes privées :
des tensions liées
à la liquidité, au
levier et à certains
formats de
distribution.**

Depuis l'automne dernier, plusieurs tensions aux États-Unis, notamment les faillites de Tricolor et First Brands, ont ravivé les inquiétudes autour de la dette privée, qui représente désormais 1 700 milliards de dollars dans le monde. La comparaison avec les subprimes est toutefois trompeuse : en Europe, les pratiques diffèrent sensiblement de celles observées aux États-Unis, malgré la diversité des stratégies américaines. Ce constat vaut sur tous les marchés où Andera Partners est présent : France, Espagne, Italie, Allemagne et Belgique.



Le développement des véhicules evergreen répond à un besoin structurel. Dans des économies vieillissantes, ils orientent une épargne abondante vers le long terme et contribuent au financement des retraites. Ils démocratisent aussi l'accès à des actifs privés performants et diversifiants, jusqu'ici surtout réservés aux investisseurs institutionnels.

Le point de vigilance américain : ne pas confondre semi-liquidité et liquidité à vue.

Les tensions récentes concernent surtout certains fonds evergreen distribués aux particuliers aux États-Unis. Ils proposent une liquidité encadrée, avec des rachats souvent plafonnés à 5 % par trimestre, les demandes excédentaires étant reportées. Le risque tient donc moins à un « bank run » qu'au décalage entre des actifs de long terme et la perception de liquidité des épargnants.

Ces produits ne doivent pas être assimilés à des placements liquides au quotidien. L'épargne investie dans des actifs privés est destinée au long terme, la semi-liquidité doit surtout répondre à des besoins exceptionnels.

Le risque s'accroît lorsque certains véhicules recourent au levier pour augmenter leur rendement : de 6-7 % sur une stratégie classique à 9-10 % avec endettement. En cas de difficulté, la dette étant prioritaire, les pertes potentielles pour l'épargnant augmentent. La cotation ajoute un second risque : aux performances des entreprises financées s'ajoutent les fluctuations de marché et les réactions de court terme.

L'evergreen n'est donc pas le problème en soi. Le risque vient de la combinaison d'un levier excessif, d'une liquidité sur-promue, d'une éventuelle cotation et d'une distribution insuffisamment pédagogique. Un véhicule diversifié, peu endetté et doté de rachats strictement encadrés relève d'une logique très différente.

En Europe, un modèle plus institutionnel et fermé.

En Europe, la dette privée repose surtout sur des fonds fermés, non cotés, peu levierisés et financés par des investisseurs institutionnels. Cette structure limite les retraits massifs et réduit la confusion entre actifs de long terme et produits liquides. Elle reste compatible avec une ouverture progressive à l'épargne des particuliers, notamment via ELTIF 2.0. La dette privée européenne comporte néanmoins des risques de crédit, liés à la situation des entreprises financées, aux taux élevés et à la faiblesse de la croissance. Ces risques doivent être évalués au cas par cas et distingués des fragilités propres à certains segments américains. Dans les deux marchés, la pédagogie sur la liquidité et les modalités de rachat reste essentielle.

Espagne : exposition limitée, marché encore très bancaire.

En Espagne, la dette privée progresse mais reste moins développée qu'en France ou au Royaume-Uni, le financement du mid-market demeurant dominé par des banques comme Santander ou CaixaBank. Selon la CNMV (Comision Nacional del Mercado de Valores), seuls huit fonds seraient concernés par les tensions récentes, pour environ 913 millions d'euros, soit 0,18 % des instruments de placement collectif ouverts en Espagne.

« Il n'y a pas de risque systémique en Espagne : l'exposition est très faible, le marché reste largement institutionnel, et les investisseurs particuliers ne sont quasiment pas présents sur ce segment. La structure du marché espagnol encore dominé par les banques commerciales et le droit espagnol relativement favorable aux créanciers offre davantage de visibilité dans les situations de restructuration », **explique Joaquín Gonzalo, senior advisor d'Andera Acto en Espagne.**

Les fonds evergreen y restent par ailleurs moins accessibles aux particuliers, avec des tickets d'entrée d'environ 10 000 euros, contre parfois 50 euros en France. Le principal enjeu tient plutôt au retrait progressif des banques de certains financements longs, repris par les fonds. « Les banques espagnoles ne disparaissent pas du paysage, au contraire,

elles s'adaptent. Santander a récemment pris une participation majoritaire dans un gestionnaire de dette, signe que les banques cherchent aussi à se positionner sur ce marché moins directement régulé ». Pour **Gonzalo Colino, dirigeant de Santander Alternative Investments**, les évolutions récentes reflètent moins une crise systémique qu'une maturation du marché, désormais entré dans une phase de sélection.

Allemagne : vigilance sur les ELTIF, mais pas de remise en cause du modèle.

Fin 2025, le fonds de pension des dentistes allemands, VZB, a perdu 1,1 milliard d'euros dans des fonds de dette privée. Cet épisode ne reflète toutefois pas l'ensemble du marché allemand. Encore moins développée qu'en France, la dette privée y progresse à mesure que les banques se retirent de certains financements longs. La BaFin (autorité fédérale de supervision financière) estime néanmoins l'exposition bancaire à seulement 0,2 % des volumes de crédit. Comme en France, le principal point de vigilance concerne la distribution d'ELTIF aux particuliers, notamment par des néobanques et néobrokers.

« En Allemagne, le point de vigilance porte moins sur la dette privée institutionnelle que sur la manière dont certains produits de long terme, notamment les ELTIF, sont distribués à des investisseurs particuliers. Le marché allemand est plus diffus et internationalisé. Il existe peu de très grands fonds domestiques, le plus important gérant autour de 4 milliards d'euros selon les ordres de grandeurs évoqués », **précise Sébastien Neiss, senior advisor d'Andera Acto en Allemagne.**

La BaFin ne joue pas le même rôle d'entraînement que Bpifrance. Les investisseurs institutionnels allemands se tournent donc surtout vers des fonds étrangers ou européens. Le risque tient ainsi moins à la taille du marché domestique qu'à la diffusion de produits de long terme parfois mal compris.

Joaquín Gonzalo

Senior
Advisor Espagne
Andera Acto



Sébastien Neiss

Senior
Advisor Allemagne
Andera Acto



Belgique : un marché plus étroit, sans effet de levier massif.

Serge Prosman

Senior
Advisor Belgique
Andera Acto



En Belgique, le marché de la dette privée reste plus petit et moins sophistiqué que chez ses voisins. Il est surtout animé par des fonds paneuropéens ou internationaux. La différence avec les États-Unis est importante : les fonds sont majoritairement fermés, non cotés et peu levierisés, généralement autour de 10 à 15 %, rarement au-delà de 20 %.

« En Belgique, il faut éviter l'amalgame avec le modèle américain : les fonds sont le plus souvent fermés, non cotés, avec peu voire pas de levier. On parle d'un outil de financement des PME/ETI, pas d'un produit de liquidité de masse. Les structures utilisent peu (voire pas) de levier et lorsqu'il existe, il se limite généralement autour de 10 à 15% du fonds. Cette architecture réduit le risque de retraits simultanés et de ventes forcées. Elle n'élimine pas le risque de crédit, mais elle empêche qu'un problème de liquidité se transforme mécaniquement en crise de confiance généralisée », rappelle Serge Prosman, Senior Advisor d'Andera Acto en Belgique.

Le marché gagne toutefois en maturité, avec le développement des fonds secondaires et une spécialisation croissante entre direct lending, unitranche, dette senior et stratégies opportunistes.

Italie : un marché plus prudent, recentré sur les sous-jacents industriels.

En Italie, les investisseurs étrangers restent prudents en raison des spécificités juridiques et de la nécessité d'analyser finement les garanties, les procédures et la qualité des emprunteurs. Cette prudence favorise des opérations plus sélectives, souvent adossées à des entreprises industrielles, familiales ou exportatrices. La dette privée y finance davantage la croissance, la transmission et la consolidation que les secteurs technologiques plus sensibles aux cycles de valorisation. Les tensions actuelles pourraient accélérer la maturation du marché en renforçant l'attention portée à la qualité des actifs, au levier et aux mécanismes de liquidité. Un éventuel ralentissement traduirait moins une remise en cause du marché qu'une sélection accrue des fonds et des gérants.

Les nouvelles règles prudentielles réduisent la capacité des banques à financer seules les entreprises et ouvrent davantage d'espace à la dette privée. Dans le même temps, les véhicules evergreen répondent à un besoin structurel : orienter l'épargne vers le long terme, notamment pour financer les retraites, tout en élargissant l'accès aux actifs privés. Les tensions observées aux États-Unis ne condamnent donc pas le modèle. Elles accélèrent plutôt la maturation du marché européen, en renforçant la sélection des dossiers, la discipline sur le levier et l'adéquation des produits aux investisseurs. Plus institutionnelle, moins dépendante de la liquidité à court terme et tournée vers l'économie réelle, la dette privée européenne peut ainsi consolider sa crédibilité et affirmer son propre modèle.



Stéphane Bergez & François-Xavier Mauron

Associés Gérants – Andera Partners

La cession de Nostrum Group à IREN, illustration de la convergence entre énergie et infrastructures numériques.

La souveraineté numérique européenne ne se jouera pas uniquement dans les logiciels, l'intelligence artificielle ou la régulation, elle dépendra aussi de la capacité à financer, développer et maîtriser les infrastructures critiques du calcul. La cession de Nostrum Group par Andera Partners à IREN, société cotée au NASDAQ spécialisée dans les infrastructures numériques et l'AI Cloud, s'inscrit dans cette dynamique de transformation.

nostrum
GROUP

Cette opération illustre l'évolution rapide des data centers, devenus en quelques années des infrastructures stratégiques à la croisée du numérique, de l'énergie et de l'industrie. Les nouveaux usages liés à l'IA nécessitent désormais des capacités électriques massives, des systèmes de refroidissement sophistiqués, des raccordements sécurisés et une intégration étroite avec les réseaux énergétiques. Le data center devient une véritable plateforme industrielle, et non plus uniquement un actif immobilier ou d'hébergement.

Accompagner un pivot stratégique créateur de valeur.

Fondée en Espagne en 2009 comme société d'ingénierie spécialisée dans les énergies renouvelables, Ingenostrum a engagé une transformation majeure avec l'entrée d'Andera Partners en 2023 via Andera Smart Infra 1. L'objectif consistait à accompagner le repositionnement stratégique du groupe vers le développement de centres de données de nouvelle génération alimentés par des énergies renouvelables.

Depuis l'investissement d'Andera, la société s'est structurée et professionnalisée afin d'accélérer le développement de son portefeuille de projets. Le rebranding opéré en 2025, avec le passage d'Ingenostrum à Nostrum Group, a marqué une nouvelle étape de cette stratégie centrée sur les data centers. L'entreprise est ainsi devenue une plateforme européenne de développement, de construction et d'exploitation de data centers de nouvelle génération.

L'opération conclue avec IREN permet aujourd'hui à ce dernier de sécuriser environ 490 MW de capacité sécurisée et connectée au réseau en Espagne, ainsi qu'un pipeline de développement complémentaire. Elle marque également l'entrée stratégique d'IREN sur le marché européen, dans un contexte d'accélération très forte de la demande mondiale en capacités de calcul liée au développement de l'intelligence artificielle.

Une convergence croissante entre numérique et énergie.

L'un des principaux enseignements de cette opération réside dans le rapprochement désormais très fort entre infrastructures numériques et infrastructures énergétiques. Historiquement, l'avantage compétitif des data centers reposait principalement sur la connectivité et la proximité des grands bassins économiques. Désormais, il dépend également de ressources devenues critiques, notamment l'accès à une électricité compétitive et disponible, le foncier adapté, les capacités de refroidissement et les raccordements réseau.

Dans le même temps, les réseaux électriques doivent absorber simultanément l'essor de l'IA, l'électrification des usages, la transition énergétique et les besoins croissants de réindustrialisation. Les infrastructures numériques et énergétiques deviennent ainsi de plus en plus interdépendantes.

Comme le souligne **Guy Auger, Associé**, « cette cession illustre parfaitement la thèse d'Andera Smart Infra 1, accompagner des entrepreneurs dans la phase d'accélération du déploiement de leurs actifs d'infrastructure énergétique. En soutenant le pivot stratégique de Nostrum Group vers les centres de données alimentés par des énergies renouvelables, nous avons contribué à bâtir un acteur de premier plan sur l'un des marchés les plus dynamiques d'Europe ».

Guy Auger

Associé
Andera Infra



Le rôle des investisseurs infrastructure dans le passage à l'échelle.

Dans un marché européen encore fragmenté, où les grands acteurs internationaux occupent une place prépondérante, de nombreux acteurs locaux disposent d'expertises industrielles, énergétiques ou territoriales fortes, mais manquent des capitaux nécessaires pour changer d'échelle.



Les investisseurs en infrastructure ont ainsi un rôle important à jouer dans l'accompagnement de projets complexes, intensifs en capital et au long cours. Au-delà du financement, leur capacité à accompagner des transformations stratégiques et à articuler enjeux énergétiques, industriels et numériques devient un élément déterminant dans le développement de ces plateformes.

La cession de Nostrum à IREN illustre cette évolution du marché et confirme l'intérêt croissant des investisseurs internationaux pour les plateformes européennes capables de combiner expertise énergétique et infrastructures numériques. Elle témoigne également de la capacité d'Andera Smart Infra à accompagner des thématiques d'infrastructure en forte évolution, au cœur des enjeux de compétitivité européens.

L'IA au cœur de la transformation des éditeurs de logiciels.

L'essor rapide de l'IA générative a ravivé une question centrale pour l'industrie du logiciel : la valeur de certains éditeurs est-elle menacée par des modèles capables d'automatiser, de recommander et d'exécuter un nombre croissant de tâches ? Cette crainte, parfois résumée par le terme de « SaaSocalypse », repose sur une intuition : les solutions les plus génériques ou les moins différenciées pourraient voir une partie de leurs fonctionnalités absorbée par l'IA. Cette lecture paraît réductrice : l'IA ne détruit pas indistinctement la valeur du secteur logiciel, elle la déplace.



Les éditeurs les plus exposés sont ceux dont la valeur repose principalement sur une interface, une automatisation simple ou des fonctionnalités aisément reproductibles. À l'inverse, les acteurs ancrés dans des métiers complexes, des données sensibles et des processus critiques disposent d'un avantage que les modèles généralistes ne peuvent pas absorber aussi facilement.

Les expériences de trois participations d'Andera Partners - S4BT, qui propose une plateforme digitale de gestion du voyage d'affaires, de Xelians, leader français de la gestion documentaire physique et digitale, et d'Eleven Strategy, cabinet de conseil en stratégie, data science et intelligence artificielle au service de grands groupes et de fonds d'investissement - montrent concrètement que l'IA ne remplace pas la connaissance métier mais en augmente la portée.

Du logiciel à l'assistant intelligent.

S4 •
• BT

Solutions for
Business Travel

La première transformation est visible dans le produit lui-même : le logiciel cesse progressivement d'être un outil que l'on pilote, pour devenir un assistant qui comprend, recommande et agit.

Chez **S4BT**, spécialiste des technologies pour le voyage d'affaires, l'IA intervient à plusieurs niveaux de la chaîne de valeur : automatisation du paiement, de la collecte de factures et de la réconciliation financière, analyse des dépenses hôtelières et développement de Nora, agent conversationnel conçu par la filiale italienne SIAP. « Nora remplace les interfaces traditionnelles par une interaction conversationnelle capable d'exécuter, recommander et optimiser les choix de voyage en temps réel, en intégrant directement les contraintes de travel policy », explique l'entreprise. La valeur ne réside plus seulement dans l'accès à une fonctionnalité, mais dans la capacité du logiciel à intégrer un contexte métier et à orienter la décision.

La même évolution est à l'œuvre chez **Xelians**. Dans sa solution Maarch Courrier, largement utilisée par les administrations publiques, l'assistant IA Maarchie génère des synthèses, suggère des réponses et s'améliore grâce aux retours des utilisateurs. « *Le bénéfice pour le client est immédiat, avec un traitement plus rapide, plus homogène et plus qualitatif des flux de correspondances* », souligne l'entreprise. L'IA accélère ainsi les traitements tout en renforçant la qualité de service.

Chez **Eleven**, cabinet de conseil en stratégie, data et intelligence artificielle, l'impact se traduit dans les méthodes de travail comme dans les offres clients. Grâce à une plateforme sécurisée reposant sur une architecture RAG et connectée à plusieurs modèles de langage, les équipes ont accéléré la production analytique, le développement de prototypes et la mise en œuvre de solutions opérationnelles. Les clients attendent désormais plus que des recommandations : ils recherchent des systèmes capables d'automatiser des processus métier et de produire des résultats concrets.

La valeur se joue dans les données, la confiance et l'exécution.

Les trois entreprises convergent sur un point : la performance des modèles n'est qu'une partie de l'équation. La vraie difficulté réside dans la qualité des données, leur gouvernance, leur sécurité et la capacité à intégrer l'IA dans des processus opérationnels réels.

Pour Xelians, la souveraineté et la sécurité des données constituent un enjeu fondamental. « *Nos clients exigent que leurs informations restent dans leur environnement, avec des garanties fortes en matière de sécurité et de confidentialité.* » Dans les secteurs fortement réglementés, la confiance reste une condition indispensable à l'adoption. La qualité des données apparaît également comme un facteur déterminant. Les meilleurs modèles produisent des résultats limités lorsqu'ils s'appuient sur des données incomplètes, dispersées ou mal gouvernées. S4BT met en avant d'autres défis, notamment la fragmentation des données dans l'écosystème hôtelier, la complexité réglementaire (TVA, RGPD, facturation électronique) ou encore la difficulté à industrialiser certains cas d'usage. « *Le défi est désormais moins technologique que d'alignement organisationnel et d'exécution à grande échelle* », résume-t-on au sein du groupe.

Chez Eleven, la vigilance porte sur le risque de surinvestir dans des architectures complexes sans bénéfice métier clairement identifié. Autrement dit, l'IA accélère l'accès à l'information et la production de contenus, mais elle ne remplace bien sûr ni l'expertise sectorielle ni le jugement humain.

Les compétences deviennent le véritable facteur limitant.

L'impact de l'IA se mesure aussi à l'aune des gains de productivité réalisés. Chez S4BT, certains processus affichent déjà des gains de productivité pouvant atteindre 50 %. L'automatisation permet d'accompagner la croissance tout en augmentant l'efficacité des équipes. Afin d'accélérer l'adoption des nouveaux usages IA, Xelians a engagé un important travail d'accompagnement interne dont la première étape consiste à évaluer systématiquement les gains associés aux projets IA, qu'elle compare au surcôt d'équipement technologique. Eleven observe quant à elle une évolution du modèle traditionnel des organisations de conseil. « *Le bon junior aujourd'hui n'est plus seulement une machine de production. C'est quelqu'un qui sait utiliser intelligemment les outils d'IA, challenger leurs outputs et porter un raisonnement* », souligne-t-on chez Eleven. À mesure que certaines tâches se standardisent, la valeur se déplace vers l'esprit critique, la capacité d'interprétation et l'expertise du métier.

Contrairement aux prédictions les plus radicales, l'IA ne signe pas la fin des logiciels métiers. La création de valeur se déplace vers ce qui est le plus difficile à répliquer : la connaissance intime des métiers, l'intégration dans les opérations, la maîtrise des données et les compétences humaines nécessaires pour en faire un levier concret. Les gagnants ne seront pas nécessairement ceux qui possèdent les modèles les plus puissants, mais ceux qui sauront les mettre au service d'un usage métier précis, fiable et souverain.

