

Impact de l'IA sur le secteur des logiciels : lecture du marché et implications crédit



NORTH AMERICA PRIVATE CREDIT | Mars 2026

Disruption du secteur des logiciels dans le contexte de la dette privée

AUTEUR
NORTH AMERICA PRIVATE CREDIT

Synthèse

- La récente correction d'environ 2.000 milliards de dollars dans le secteur des logiciels traduit un revirement radical d'euphorie à scepticisme vis-à-vis de l'IA, qui semble davantage motivé par une incertitude à long terme que par une détérioration fondamentale à court terme.
- L'IA générative constitue un facteur d'expansion du marché total adressable, apportant dans son sillage un potentiel net de 270 milliards de dollars au secteur des logiciels sur les cinq prochaines années. Le débat central porte sur les acteurs qui sauront capter cette opportunité et sur la rapidité d'adoption de l'IA agentique. Nous estimons que les acteurs établis sont bien positionnés pour partager à parts égales ce changement.
- Les quatre grandes inquiétudes baissières — internalisation, perte de marché total adressable lié à l'IA, perturbation des prix, et suppression des intermédiaires au sein de l'architecture logicielle — sont valables dans certains cas précis, mais elles sont largement surévaluées en ce qui concerne les plateformes logicielles essentielles pour les entreprises.
- Les fondamentaux du crédit et des actions restent résilients, avec des tendances d'amélioration en matière de relèvements/dégradations de notation et des indicateurs de défaut en baisse susceptibles d'offrir des opportunités attractives pour des investisseurs en dette privée disciplinés et qui ciblent des actifs logiciels défendables.
- La disruption de l'IA dans le secteur des logiciels est inégale et dépend de la nature des flux de travail sous-jacents, les cas d'usage probabilistes (comme la génération de contenu) étant plus exposés et les systèmes déterministes à forte composante de contrôle (comme le contrôle financier) étant significativement plus résilients.

Correction historique des valorisations du secteur des logiciels

Les actions et instruments de crédit du secteur des logiciels ont nettement sous-performé au cours des derniers trimestres, les investisseurs ayant réévalué les perspectives de croissance à long terme du secteur sur fond de préoccupations croissantes selon lesquelles l'IA pourrait perturber les modèles

SaaS traditionnels. Si ces préoccupations se sont apaisées dernièrement, cela n'a pas empêché une correction d'environ 2.000 milliards de dollars de capitalisation boursière et un recul non récessionnaire de ce secteur tel qu'on n'en avait pas vu depuis plus de 30 ans¹.

Retour sur les atouts du SaaS

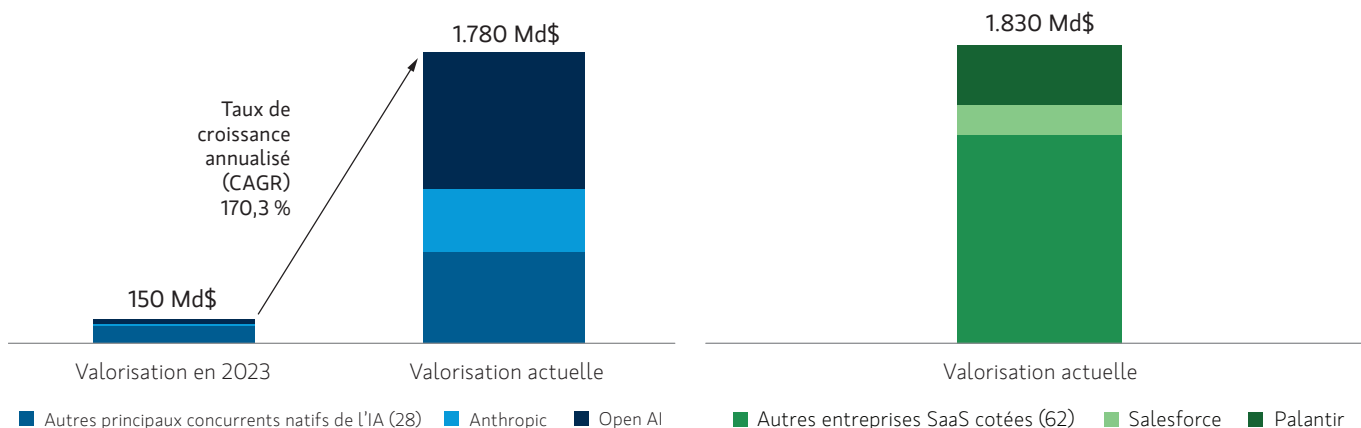
Depuis son apparition à la fin des années 2000 et au début des années 2010, le modèle de logiciel en tant que service (SaaS) a transformé ce qui était autrefois une activité instable, dépendante de ventes de licences ponctuelles et de déploiements sur site difficiles à faire évoluer, en l'une des cibles les plus recherchées par les investisseurs en actions et en dette à la recherche d'une croissance forte et hautement prévisible.

La nature par abonnement et basée sur le cloud multi-locataire du modèle SaaS s'est traduite par des marges brutes qui se situaient généralement dans une fourchette de 70 à 80 %, un taux de rétention moyen de 90 % et parfois plus ainsi que des taux de croissance qui dépassaient largement ceux des autres industries avec une régularité impressionnante. Au cours des années 2017-2021, les 75 sociétés SaaS cotées en bourse ont enregistré une croissance annuelle moyenne de leur chiffre d'affaires de 32,8 % avec une volatilité de seulement 1,8 % de celui-ci¹.

Au cours des quatre années suivantes, la croissance a ralenti dans le secteur des logiciels, reflétant les phases plus avancées de l'adoption du modèle SaaS. Il était prévu que l'industrie se normalise à ~8 % de croissance du Chiffre d'Affaires (CA) au cours des cinq prochaines années, un niveau plus attractif que de nombreux autres secteurs et offrant une véritable prime par rapport à la croissance du PIB². A sa genèse, l'IA agentique était perçue comme un développement capable de relancer la croissance du secteur SaaS. Mais cette opinion a radicalement évolué vers un scepticisme marqué, du moins en ce qui concerne les acteurs établis, sur fond d'innovation rapide et d'annonces de nouveaux produits par de nouveaux entrants. Le marché a, pour l'heure, perdu confiance dans la capacité des acteurs établis à s'inscrire dans ce même cycle d'innovation IA. Dans le même temps, en moins de trois ans, les nouveaux entrants natifs de l'IA ont rattrapé une valorisation totale que les entreprises SaaS ont mis vingt ans à bâtir (*illustration 1*).

ILLUSTRATION 1

Capitalisation boursière des entreprises non-cotées natives de l'IA, vs entreprises SaaS historiques cotées



Remarque : Valorisations des entreprises privées fondées sur les estimations de PitchBook ou sur les termes rapportés des tours de levée de fonds. Source : PitchBook LCD, Morgan Stanley Investment Management. Au 26 mars 2026.

Décryptage du scénario baissier

Le repli généralisé du secteur des logiciels est selon nous exagéré. Les valorisations actuelles intègrent l'idée que l'IA générative créera davantage de risques que d'opportunités pour les éditeurs de logiciels historiques. Concrètement, les acteurs établis du secteur des logiciels sont exposés aux risques suivants³ :

- **CHANGEMENT STRUCTUREL** des solutions logicielles externalisées, à mesure que les entreprises migrent vers des solutions internalisées pour la première fois depuis 20 ans
- **EXCLUSION DES REVENUS DE L'ÉNORME MARCHÉ TOTAL ADRESSABLE DE L'IA**, qui sera capté par une nouvelle génération de start-up et de laboratoires de recherche
- **ÉCLATEMENT DES MODÈLES DE FACTURATION ACTUELS**, à mesure que l'automatisation par l'IA réduit les effectifs (et ainsi les licences payantes basées sur le nombre d'utilisateurs)
- **ÉVICTION DU FRONT OFFICE** pour devenir exclusivement des systèmes d'enregistrement back-end

Chacun de ces points mérite une analyse approfondie. Nous pensons que certains représentent de véritables risques en tant que prêteur privé, tandis que d'autres sont probablement exagérés, en particulier en ce qui concerne les logiciels d'entreprise critiques, dont nous estimons qu'ils disposent d'avantages concurrentiels défensifs et de perspectives attractives de monétisation de l'IA.

Examinons ces points un par un :

1. Plus d'internalisation, moins d'externalisation

Depuis deux décennies, les entreprises sont passées progressivement d'applications internes développées sur mesure à des logiciels et plateformes standardisés et prêts à l'emploi fournis par des tiers. L'externalisation du développement, de la maintenance, de la conformité et de la sécurité vers des fournisseurs dimensionnés, aptes à déployer rapidement depuis le cloud, reposait sur une

logique quasiment indiscutable et est devenue le choix par défaut des directions informatiques durant cette période.

Cette crainte correspond directement à ce que les analystes actions de Morgan Stanley décrivent comme le « DIY risk » ou « risque du *fait maison* »³. Le raisonnement est que si l'IA générative peut réduire drastiquement les coûts de développement tout en permettant aux équipes internes de créer très rapidement des outils sur mesure, les entreprises seront tentées de rapatrier le développement en interne et de réduire, ce faisant, leur dépendance aux solutions logicielles standardisées de tiers.

Cette idée comporte une part de vérité dans certains cas bien précis, notamment pour les processus légers ou les couches applicatives peu intégrées. En revanche, pour les systèmes d'enregistrement complexes, réglementés et de bout en bout, les entreprises continuent d'apprécier l'externalisation à des fournisseurs dimensionnés de la conformité, de la sécurité, des mises à jour, de l'expertise métier et des données de référence. L'économie d'échelle réalisée en recourant à un seul prestataire pour des milliers de clients demeure bien plus efficace que la duplication interne généralisée.

MEILLEURES PRATIQUES POUR UN PRETEUR PRIVE

Le souscripteur doit éviter de financer des couches applicatives minces ou des solutions ponctuelles facilement duplicables. La stratégie privilégie plutôt les systèmes d'enregistrement d'entreprise essentiels qui exigent conformité, sécurité, profondeur d'intégration, gouvernance et maintenance à long terme. L'analyse crédit doit évaluer les coûts de remplacement, l'ancrage au sein des flux de travail, la complexité de l'intégration et l'exposition réglementaire. Les sociétés qui offrent une infrastructure centrale au sein des environnements IT d'entreprise sont nettement moins vulnérables au risque de remplacement par des solutions « maison ». Le souscripteur doit en outre privilégier les sociétés disposant de contrats de long terme, de taux de renouvellement élevés et de modèles de revenus récurrents, ce qui réduit l'exposition aux changements soudains de comportement.

2. Un nouveau marché total adressable de 420 Md\$ entièrement accaparé par les nouveaux entrants

Un nouveau marché adressable émerge pour les logiciels de workflow en IA. Selon certaines estimations, celui-ci représente déjà 65 milliards de dollars⁴ et devrait atteindre 420 milliards de dollars d'ici 2030⁵ constituant potentiellement un complément au marché total adressable de 1 000 milliards de dollars des SaaS en 2025⁶. Il est également distinct et séparé des quelque 3.000 milliards de dollars de dépenses projetées en infrastructures et capacités de calcul liées à l'IA sur la même période³. La question centrale du débat sur la disruption logicielle est de savoir si le nouveau marché total adressable de l'IA agentique va cannibaliser le marché total adressable existant. Les recherches de Goldman Sachs indiquent qu'il y a de fortes chances que ce soit le cas, mais que l'effet net sera néanmoins un vent porteur lié à l'IA pour le marché total adressable global des logiciels (*illustration 2*).

La montée en puissance rapide des start-up natives de l'IA et des laboratoires de recherche a fait naître la crainte que les acteurs existants passent à côté du potentiel haussier tout en subissant une érosion. Cette crainte est partiellement fondée, en particulier pour des solutions ponctuelles ciblées. Cependant, les fonctionnalités d'IA générative sont accessibles aux acteurs établis comme aux nouveaux entrants. Les acteurs en place conservent des avantages durables en données, distribution, plateformes, intégrations existantes et relations clients. Au fil du temps, l'IA devrait élargir le marché total adressable des logiciels en automatisant des pans plus larges de l'économie de la connaissance. Dans ce scénario, les acteurs établis de grande taille qui investissent judicieusement pourront capter une part significative du potentiel haussier.

Il est toutefois essentiel de souligner que ce potentiel haussier dépend de la capacité des acteurs établis à déployer des trajectoires crédibles en matière d'IA, au prix probable d'une pression temporaire sur les marges et de cycles d'investissement comparables à ceux observés

lors de la transition vers le SaaS. Un élément clé lors de l'analyse crédit consiste à différencier les futurs « gagnants » des « perdants », d'autant que les entreprises natives de l'IA attirent de manière disproportionnée les talents et le momentum d'innovation. La domination perçue des entreprises natives de l'IA dans le cycle d'innovation est une situation que les acteurs établis doivent changer grâce à leurs propres percées dans des offres intégrant l'IA.

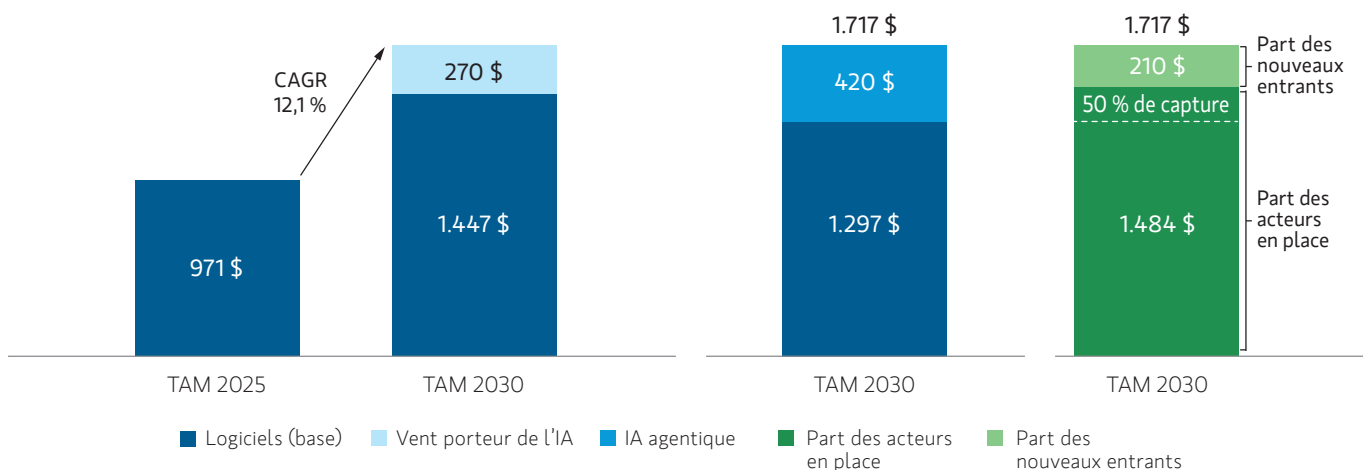
MEILLEURES PRATIQUES POUR UN PRETEUR PRIVE

Le souscripteur doit cibler les grands acteurs établis bénéficiant d'avantages durables en données, distribution, intégration de plateformes et relations clients. Le processus de souscription analyse l'accès à des données propriétaires, la couverture des forces de vente, la profondeur de l'écosystème et la capacité d'innovation offerte par un potentiel sponsor financier, ou fonds de private equity. L'intégration de fonctionnalités IA dans l'offre existante des entreprises est une condition sine qua non pour les futurs emprunteurs du secteur des logiciels. Le soutien de sponsors de private equity est également essentiel. Un prêteur spécialisé dans les prêts au secteur des logiciels devrait se concentrer sur des plateformes soutenues par des sponsors, capables de financer des investissements en R&D, d'accélérer les feuilles de route produit et de mener des opérations de M&A stratégiques. Cela garantit que les acteurs en place disposent des moyens financiers et opérationnels nécessaires pour rester compétitifs sur les marchés transformés par l'IA. Les logiciels verticaux destinés à des secteurs très réglementés (santé, services financiers, administration publique) offrent selon nous une protection accrue contre le risque de remplacement, du fait d'une sensibilité élevée aux sanctions financières en cas de non-conformité ou de défaillance informatique.

Compte tenu de la nécessité de disposer d'une feuille de route produit IA robuste, le prêteur devrait intégrer explicitement des scénarios de sensibilité de marges à court terme plus faibles ainsi qu'à des dépenses accrues de R&D et de mise sur le marché, garantissant ainsi que les structures de capital puissent résister à la volatilité opérationnelle.

ILLUSTRATION 2

Nouveau marché total adressable (TAM) de l'IA agentique vs marché total adressable des SaaS traditionnels, par segment



Remarque : À titre d'illustration uniquement.

Source : MSCI ESG Research ; Morgan Stanley Investment Management.

3. Les modèles de tarification par utilisateur cèdent du terrain

Les pressions sur les modèles de tarification par licence sont une source d'inquiétude légitime. Si l'automatisation réduit les effectifs, les modèles basés sur le nombre de licences risquent en effet d'être affectés selon ce raisonnement. Toutefois, dans le domaine des logiciels d'entreprise, la tarification est souvent intégrée à des contrats plus larges et les fournisseurs renégocient traditionnellement en fonction de la valeur apportée. Les secteurs comme la fiscalité et la comptabilité ont montré que la croissance de la valeur logicielle peut surpasser celle du nombre de licences grâce au pouvoir de fixation des prix et à l'expansion de la valeur³. Pour les entreprises dotées d'un modèle de fixation des prix fondé sur la valeur, l'efficacité induite par l'IA peut accroître la monétisation plutôt que la réduire et c'est vraisemblablement la direction que prendra l'industrie.

Notons à ce propos que les premiers indicateurs suggèrent que l'abandon des systèmes de tarification fondés sur le nombre de licences est évolutif plutôt que disruptif. Une récente analyse sectorielle montre qu'environ deux tiers des éditeurs de logiciels existants ont déjà adopté des modèles de tarification hybrides — combinant une tarification traditionnelle par poste avec une monétisation de l'IA fondée sur l'usage, les fonctionnalités ou les résultats — tandis qu'environ un tiers seulement pratiquent exclusivement une tarification par poste⁷.

Les clients peuvent chercher à partager les gains d'efficacité des éditeurs par le biais d'une réduction des prix, mais chacun gagne en efficacité de manière équivalente. Les cadres de tarification basés sur la valeur permettent aux éditeurs de conserver une rentabilité liée à la productivité, à l'atténuation des risques et au contrôle des flux de travail intégrés.

MEILLEURES PRATIQUES POUR UN PRETEUR PRIVE

La durabilité du modèle de revenus constitue un axe central du processus de souscription. Le souscripteur doit évaluer si la tarification est strictement par licence ou intégrée au sein de contrats d'entreprise plus larges. La préférence sera donnée aux structures de tarification fondées sur la valeur, sur les transactions, sur les instances ou sur des engagements contractuels. Les tests de résistance lors de l'analyse crédit modélisent des scénarios potentiels d'attrition de la clientèle, de réduction du nombre de licences et de renégociation des prix.

Les entreprises qui présentent un pouvoir de fixation des prix élevé, un taux important de rétention nette des revenus et un positionnement stratégique sont prioritaires. Lorsque

l'IA génère des gains de productivité, les prêteurs privés doivent évaluer si ces gains peuvent être monétisés via des modules de montée en gamme ou un élargissement des fonctionnalités, plutôt que de conduire à une érosion des revenus.

4. Relégation vers le bas de la chaîne de valeur des systèmes d'enregistrement

Le risque architectural tient au fait que les agents IA superposent et simplifient l'interface utilisateur, reléguant les éditeurs d'applications au rang de simples dépôts de données banalisés. Bien que ce risque mérite une surveillance attentive, l'absorption de données d'entreprise sans contexte soulève d'importants défis en matière d'intégration, de gouvernance et de sécurité. Les systèmes d'enregistrement très réglementés, avec leurs processus contrôlés, exigent des résultats parfaitement prévisibles et garantis, à l'opposé des résultats aléatoires que l'intelligence artificielle peut générer via des hallucinations ou des rapprochements avec des données non pertinentes. Les acteurs établis peuvent intégrer des couches d'interface intelligentes dans leurs propres environnements, ce qu'elles font d'ailleurs de plus en plus. Les éditeurs proposant de larges suites logicielles qui automatisent des processus complexes de bout en bout sont plus protégés que les fournisseurs de solutions ponctuelles.

L'IA excelle dans les tâches probabilistes, mais peine à remplacer entièrement les flux de travail déterministes à enjeux élevés, où l'exactitude, l'auditabilité et la conformité sont non négociables. En pratique, l'IA est plus susceptible de fonctionner comme un « système d'intelligence » venant se superposer aux systèmes d'enregistrement plutôt que de se substituer entièrement à la gestion et à la gouvernance des flux de travail³.

MEILLEURES PRATIQUES POUR UN PRETEUR PRIVE

Le prêteur doit prioriser les entreprises qui maîtrisent des flux de travail déterministes, opèrent dans des secteurs réglementés ou gèrent des données hautement sensibles pour lesquelles la gouvernance et l'auditabilité sont primordiales. Le processus de souscription analyse le contrôle de l'écosystème, la stratégie d'API, la robustesse des intégrations et le degré de dépendance des clients. Les éditeurs de suites logicielles complètes et intégrées qui automatisent des processus complexes de bout en bout sont préférés aux solutions ponctuelles étroites. Le prêteur doit également évaluer l'intégration de la feuille de route d'IA, en favorisant des entreprises qui intègrent des interfaces pilotées par l'IA au sein de leurs propres écosystèmes plutôt que de céder des couches d'innovation à des tiers.

Tendances actuelles des émissions de crédit, des défauts et des notations dans le secteur des logiciels

Le récent repli reflète une incertitude et s'explique davantage, selon nous, par une paralysie des acheteurs que par une conviction ferme en une disruption généralisée du secteur. La part de la technologie dans le volume cumulé depuis le début de l'année sur le marché des Prêts syndiqués (ou « BSL ») s'est effondrée à 8 % du nombre d'opérations, contre le double en 2025 et les spreads des prêts négociés à des sociétés du secteur des logiciels se sont écartés pour dépasser 700 pb, contre moins de 500 pb auparavant⁸. Dans l'ensemble, le volume de souscription sur le marché des Prêts syndiqués est en baisse de 30 %, en grande partie en raison du retrait des engagements sur le secteur des logiciels. Le marché des Prêts syndiqués dominé par les banques peut se révéler particulièrement capricieux,

comme l'a montré l'arrêt complet des financements LBO pendant une période de neuf mois en 2023 et 2024. Cela s'est traduit par des spreads proches des records et par des gains de parts de marché au profit des prêteurs en dette privée non bancaires. Nous n'anticipons pas un retrait aussi marqué cette fois-ci, compte tenu de l'évolution différente des taux, mais un retrait partiel qui pourrait réduire la concurrence sur les nouveaux prêts et améliorer les opportunités de rendement, s'il se prolonge.

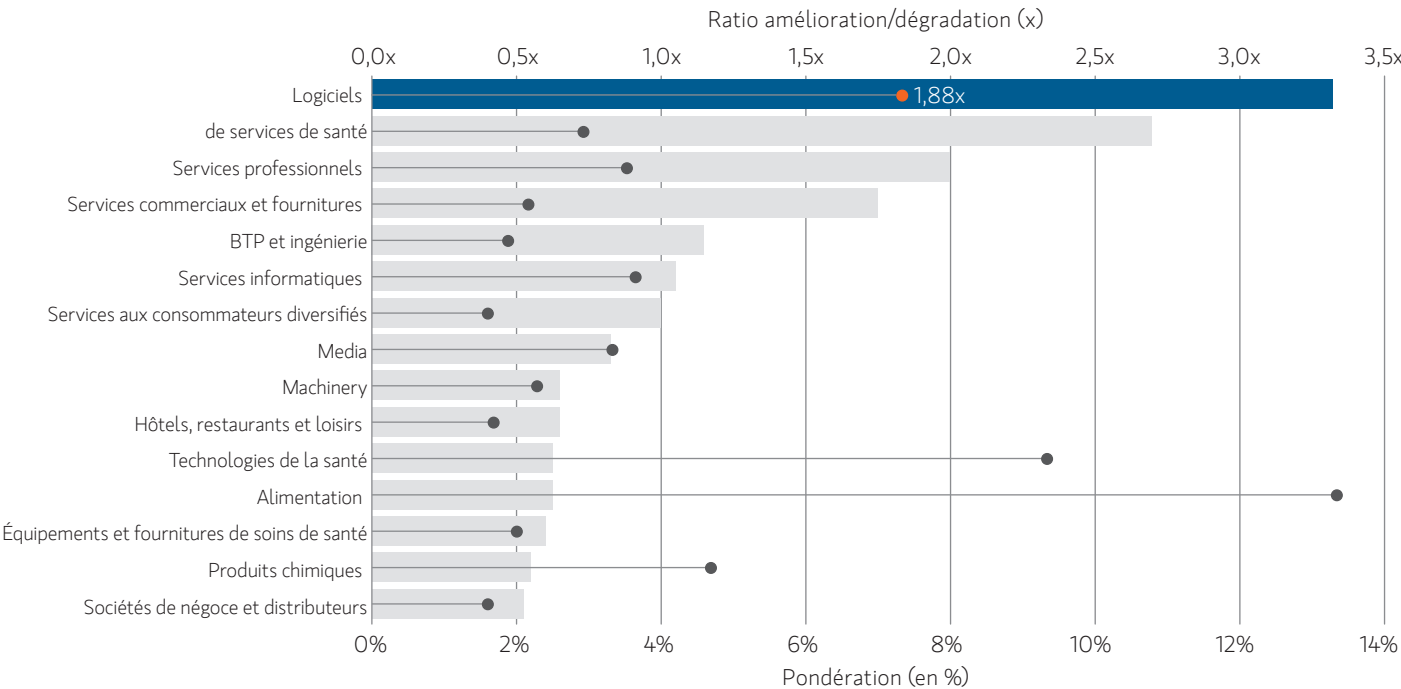
La compression des valorisations semble être tirée par des débats sur la valeur qui pénalisent les cash flows sur les années futures plutôt que par un quelconque effondrement fondamental à court terme. Au sortir de 2025, le secteur des logiciels et des services était l'un des rares secteurs de la dette privée à présenter une tendance positive d'améliorations de notation par rapport aux dégradations, d'après les estimations S&P sur les émetteurs de dette privée (illustrations 3 et 4).

ILLUSTRATION 3
Les améliorations de notation crédit ont été plus nombreuses que les dégradations parmi les émetteurs de dette privée du secteur des logiciels et des services

SECTEUR (NB TOTAL D'ENTREPRISES DANS LE SECTEUR)	PONDÉRATION DU SECTEUR DANS LE TOTAL ESTIMATIONS DE CRÉDIT (%)	AMELIORATIONS (NB)	DÉGRADATIONS (NB)	RATIO AMELIORATION/ DÉGRADATION
Logiciels et services (537)	17,5	52	34	1,5
Tous les secteurs hors logiciels et services (3.192)	82,5	183	274	0,7

Source : S&P Global Ratings. D'après des estimations de crédit portant sur 3 729 émetteurs de dette privée. Au 31 décembre 2025.

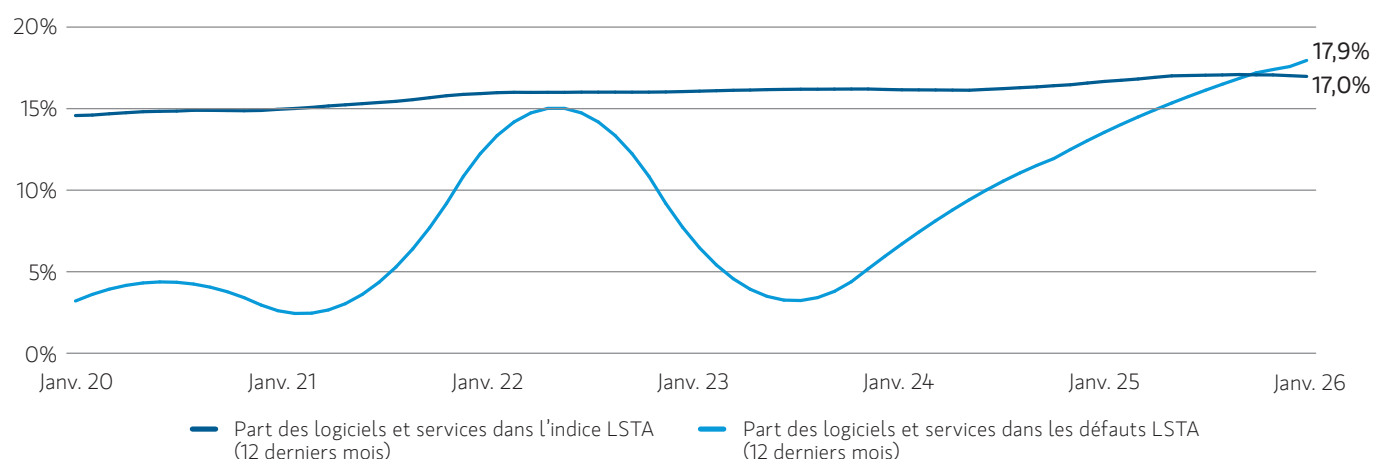
ILLUSTRATION 4
Les logiciels affichaient le ratio d'amélioration par rapport aux dégradations le plus élevé parmi les principaux secteurs (pondération >3 %)



Source : S&P Global Ratings. D'après des estimations de crédit portant sur 3 729 émetteurs de dette privée. Au 31 décembre 2025.

ILLUSTRATION 5

Tendances des défauts dans le secteur des logiciels et services



Remarque : Part des logiciels dans l'indice, fondé sur la classification par industrie GICS et le coût des prêts. Part des défauts sur la base du nombre de défauts, échanges de dette en difficulté inclus. Source : PitchBook LCD, Morgan Stanley Investment Management. Au 28 février 2026.

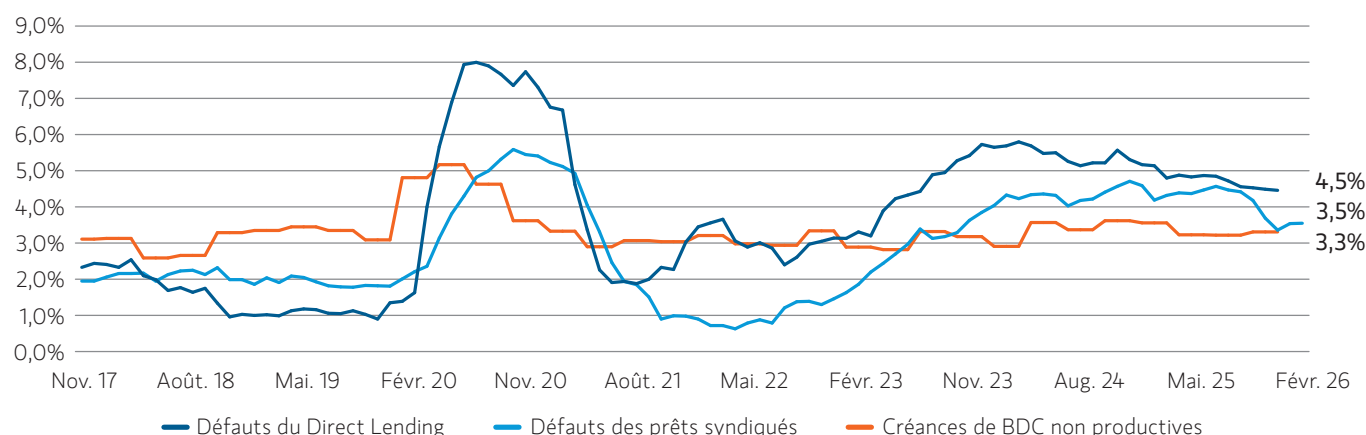
Les prêts au secteur des logiciels ont affiché un taux d'incidence de défaut inférieur ces dernières années, même en tenant compte du pic temporaire observé après la pandémie. En utilisant les Prêts syndiqués comme référence et le taux de défaut complet (incluant les restructurations) tel que mesuré par LCD. La part du secteur des logiciels dans les défauts n'a atteint que récemment la parité avec son poids dans l'indice des prêts à effet de levier (indice Morningstar LSTA), soit environ 17 % (illustration 5).

Point important : bien que le secteur des logiciels soit considéré comme non cyclique, il a déjà connu des cycles de perturbation spécifiques (par exemple, la correction de 2014-2016 liée aux craintes concernant la transition vers le cloud, ou la correction de 2022 dans le domaine du SaaS due aux craintes liées à l'hyperscale), dont l'impact sur les défauts a été tout aussi limité.

Dans ce contexte, il convient également de noter que, contrairement à la perception du marché, les indicateurs de tension sur les marchés des prêts négociés et non négociés affichent une tendance à la baisse depuis fin 2024. En ce qui concerne les prêts directs, cela se reflète dans le dernier taux de défaut estimé publié par S&P, qui s'établit à 4,5 %, en baisse par rapport au pic cyclique de 5,8 %, ainsi que dans le taux de créances non productives des sociétés de développement commercial (BDC), qui s'élève à 3,3 %, en baisse par rapport à son récent sommet de 3,6 %. Ces deux chiffres sont arrêtés à décembre 2025. Sur le marché des Prêts syndiqués, qui publie des données plus fréquemment, le taux de défaut complet (restructurations comprises), s'est maintenu à 3,5 % en février, en net recul par rapport au pic cyclique de 4,6 % (illustration 6).

ILLUSTRATION 6

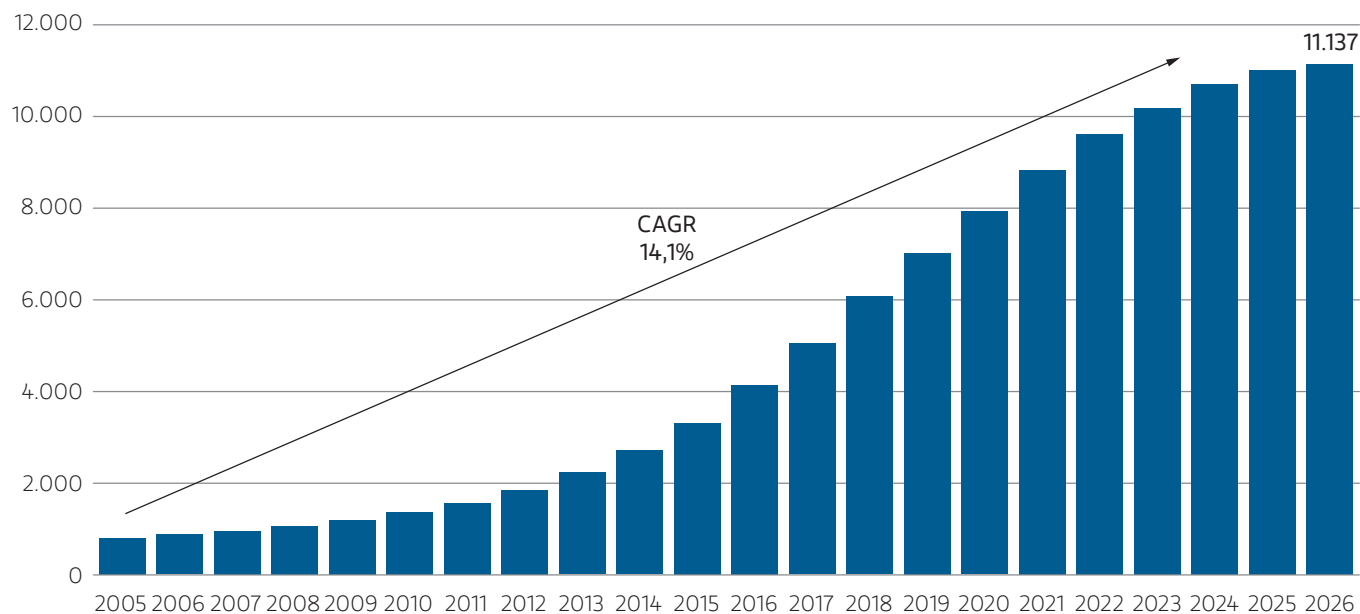
Tendances globales des défauts et des créances non productives



Remarque : Les taux des crédits non productifs concernent uniquement les BDC cotées en bourse afin de refléter des portefeuilles de prêts matures. Source : LSEG, PitchBook LCD, S&P Global. Taux de défaut des Prêts syndiqués au 28 février 2026. Toutes les autres données sont au 31 décembre 2025.

ILLUSTRATION 7

Nombre de sociétés privées de logiciels soutenues par des sponsors (applications uniquement)



Source : PitchBook LCD, Morgan Stanley Investment Management. Au 31 décembre 2025.

La tendance à la baisse de ces trois indicateurs pourrait s'inverser à l'avenir si les prévisions pessimistes concernant les bouleversements liés à l'IA se concrétisaient pleinement. Toutefois, l'évolution actuelle laisse entrevoir une convergence des taux de défaut vers une fourchette comprise entre 4,0 % et 5,0 % sur ces deux marchés, même en tenant compte d'un recul de 50 pb, ce qui représente environ 125 pb de plus que la moyenne des défauts (restructurations comprises) depuis que ces données ont commencé à être suivies sur les marchés des prêts à large syndication et de la dette privée en 2017.

Tendances actuelles des fondamentaux des actions

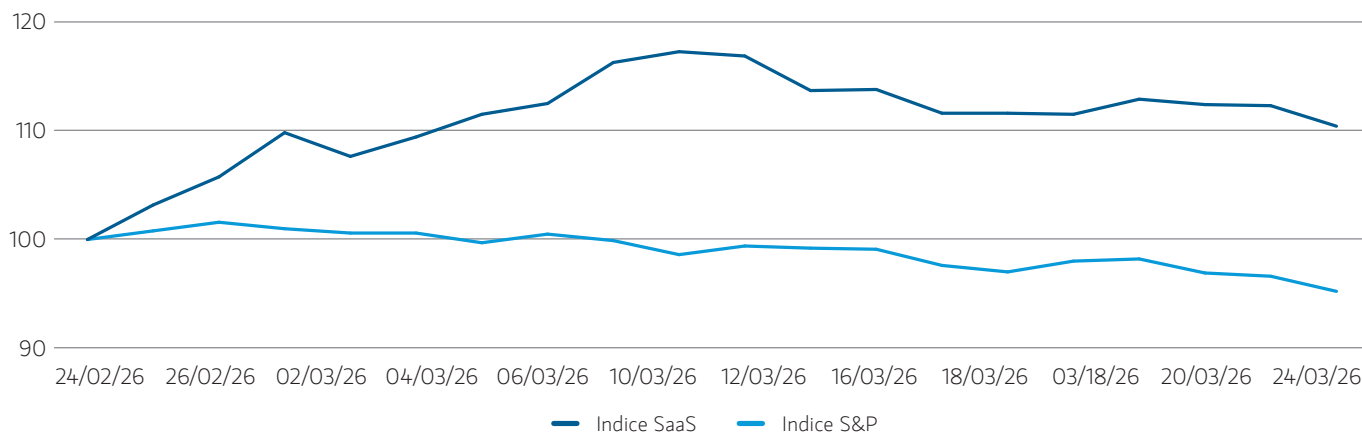
La croissance des revenus et des résultats des sociétés SaaS cotées est restée résiliente en 2025, y compris pendant la saison de publication des rapports du quatrième trimestre qui vient de s'achever. Les surprises en matière de revenu net ont légèrement surpris à la hausse, mais ni plus ni moins que pour le marché dans son ensemble. Pour 2026, on s'attend à une légère accélération de la croissance des revenus, qui devrait atteindre environ 16 %, contre environ 7 % pour l'ensemble du marché¹.

Bien entendu, la solidité des fondamentaux des grandes sociétés cotées ne se répercute pas toujours sur la longue traîne des petites sociétés privées, même si la tendance positive des estimations de dette privée mentionnée ci-dessus indique que les fondamentaux y demeurent également solides, du moins pour l'instant.

Le principal défi auquel sont confrontées les entreprises de logiciels sur les marchés privés réside dans leur nombre considérable. Rien que dans le domaine des logiciels d'application, on dénombre plus de 11.000 entreprises SaaS financées par des investisseurs, soit plus du double du total enregistré il y a seulement dix ans (*illustration 7*). La grande majorité d'entre elles sont financées par du venture capital et ne sont pas éligibles au crédit, ce qui laisse environ 1 200 entreprises de logiciels financées par du private equity. Il n'en reste pas moins que le secteur est très fragmenté, le leader en termes de parts de marché ne contrôlant que 2 % du chiffre d'affaires combiné des entreprises cotées et non cotées⁵. Une consolidation est probable, en particulier parmi les entreprises qui ne peuvent pas se permettre les budgets de R&D nécessaires pour suivre le rythme de l'innovation IA et de son intégration.

ILLUSTRATION 8

Les sociétés SaaS ont surperformé le marché américain depuis le début du conflit iranien



Source : BVP Emerging Cloud Index, S&P Global. Au 26 mars 2026.

Un secteur de nouveau défensif

Après la correction indiscriminée de janvier et février, les actions de sociétés cotées du secteur des logiciels ont retrouvé leurs marques en mars, au moment où débutait le conflit entre les États-Unis et l'Iran et la faiblesse des actions et des obligations. Les actions du secteur des logiciels ont progressé alors que le marché boursier dans son ensemble reculait, affichant ainsi la meilleure performance relative parmi tous les grands secteurs depuis cette période (*illustration 8*)³. Parallèlement, les prêts dans le secteur des logiciels ont également rebondi après avoir atteint leurs plus bas niveaux, réduisant ainsi l'écart avec le marché global des prêts syndiqués (*illustration 9*). La question de savoir s'il s'agit là d'une reconnaissance partielle du fait que les entreprises déjà établies sont mieux placées pour tirer parti de l'IA que ne le laissent craindre les pires scénarios, ou si cela tient au fait que les fondamentaux sont restés solides après la saison de publication des résultats du quatrième trimestre, ou encore si les investisseurs redécouvrent les avantages du secteur des logiciels en tant qu'industrie à faible intensité capitalistique et à faibles coûts de production, reste ouverte à débat. En tout état

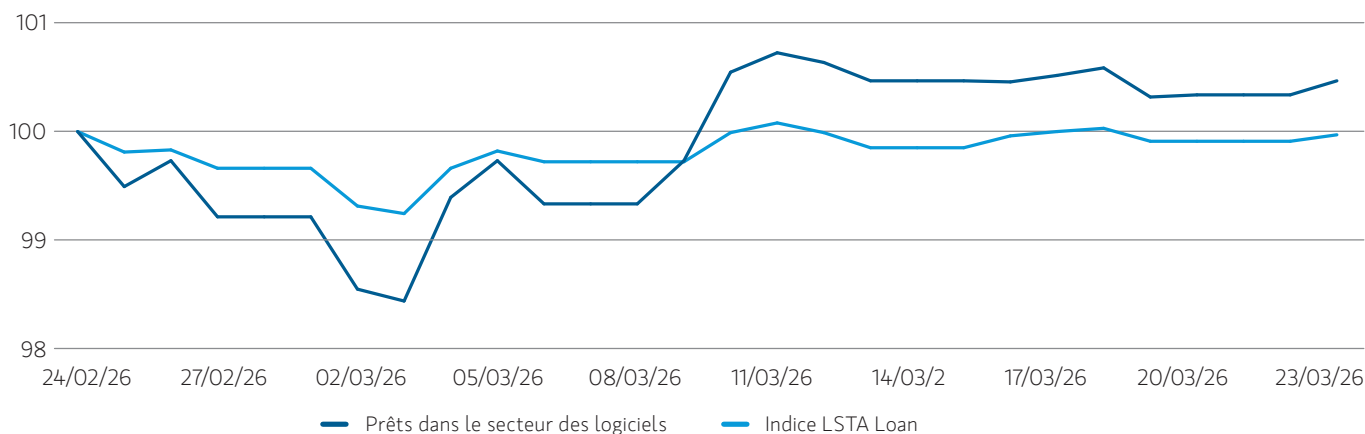
de cause, les logiciels se positionnent à nouveau comme un secteur défensif face à la tourmente géopolitique.

Conclusion

Les quatre principales préoccupations liées à l'impact disruptif de l'IA générative sur les entreprises historiques du secteur des logiciels comportent des éléments valables, mais ceux-ci concernent principalement certains sous-secteurs spécifiques. Une analyse crédit rigoureuse doit éviter les sociétés proposant des modules logiciels superficiels car peu intégrés au système d'information d'entreprise, des structures tarifaires standardisées et des modèles économiques structurellement fragiles. Elle doit plutôt mettre l'accent sur les systèmes d'enregistrement d'entreprise, les coûts de remplacement élevés, les avantages liés aux données propriétaires et la capacité d'innovation soutenue par des sponsors financiers, ou des fonds de private equity. Dans de nombreux cas de ce type, l'IA est plus susceptible d'étendre le marché total adressable, de renforcer la fidélisation des utilisateurs et de créer des opportunités de monétisation incrémentales que de détruire de la valeur.

ILLUSTRATION 9

Le prix moyen pondéré des prêts négociés dans le secteur des logiciels a également rebondi



Source : PitchBook LCD. Au 26 mars 2026.

REMARQUES FINALES

¹ JP Morgan Research, « *Equity Thematic Strategy – Historic Software Crash, Extreme Positioning, Adding Exposure to AI-Resilient Companies* », 10 février 2026.

² Moyenne du consensus FactSet des estimations des analystes, 16 mars 2026.

³ Morgan Stanley Research, « *What's Causing the Collapse in Confidence?* » publié le 9 février 2026, article présentant quatre domaines centraux de préoccupation des investisseurs concernant les perturbations liées à l'IA générative pour les acteurs historiques du secteur des logiciels.

⁴ PitchBook Institutional Research, « *Clash of the Titans – Incumbents versus Challengers in the Age of Agentic AI* », 14 janvier 2026.

⁵ Goldman Sachs Research, « *Assuming Coverage into the Decade of Agentic Workflow* », 11 janvier 2026. Vent favorable net lié à l'IA estimé à environ 450 milliards de dollars en valeur actuelle et à environ 650 milliards de dollars en valeur future en 2037. Suppose un cycle complet d'adoption de 12 ans, l'IA agentique atteignant une part d'environ 35 % du marché total adressable des logiciels à la 12e année. L'illustration 2 a un but exclusivement illustratif afin de présenter les cinq premières années du cycle d'adoption en utilisant des hypothèses similaires.

⁶ Gartner Research, « *Worldwide IT Spending Forecast* », 15 juillet 2025.

⁷ Bain & Company Research, « *Per Seat Software Isn't Dead, but New Models Are Gaining Steam* », octobre 2025.

⁸ PitchBook LCD Research, « *AI-Driven Risk Sets Up the Software Sector for Divergence* », 9 février 2026.

CONSIDÉRATIONS SUR LES RISQUES

Les investissements alternatifs sont de nature spéculative et comportent un degré de risque élevé. Très peu liquides, ils sont généralement assortis de frais plus élevés que les autres investissements et peuvent induire le recours à l'effet de levier, aux ventes à découvert et aux produits dérivés, pouvant ainsi accroître le risque de perte sur investissement. Ces investissements sont destinés aux investisseurs qui comprennent ces risques et sont en mesure de les tolérer. La performance peut être volatile et l'investisseur peut perdre une partie importante, voire la totalité, du capital engagé.

INFORMATIONS IMPORTANTES

Rien ne garantit qu'une stratégie d'investissement puisse enregistrer des performances positives dans toutes les conditions de marché et il revient à chaque investisseur d'évaluer sa capacité à investir à long terme, surtout pendant les périodes de recul du marché.

Les comptes dédiés gérés séparément peuvent ne pas être adaptés pour tous les investisseurs. Les comptes dédiés gérés conformément à la Stratégie comprennent un certain nombre de titres et ne reproduisent pas nécessairement la performance d'un indice. Les investisseurs doivent étudier attentivement les objectifs d'investissement, les risques et les frais associés à la stratégie avant d'investir. Un niveau d'investissement minimum est requis.

Vous trouverez des informations importantes sur les gestionnaires financiers dans la partie 2 du formulaire ADV.

Les opinions et les points de vue et/ou les analyses exprimés sont ceux de l'auteur ou de l'équipe de gestion à la date de publication ; ils peuvent être modifiés à tout instant, sans préavis, au gré de l'évolution des conditions de marché ou de la conjoncture économique, et ne pas se concrétiser. En outre, les opinions ne seront pas mises à jour ou corrigées dans le but de refléter les informations publiées a posteriori, des situations existantes ou des changements se produisant après la date de publication. Les opinions exprimées ne reflètent pas les opinions de tous les gérants de portefeuille de Morgan Stanley Investment Management (MSIM) et ses filiales et sociétés affiliées (collectivement désignées par « la Société »). Elles peuvent ne pas être prises en compte dans toutes les stratégies et les produits proposés par la société.

Les prévisions et/ou estimations fournies dans le présent document sont susceptibles de changer et pourraient ne pas se matérialiser. Les informations concernant les performances attendues et les perspectives de marché sont basées sur la recherche, l'analyse et les opinions des auteurs ou de l'équipe de gestion. Ces conclusions sont de nature spéculative, peuvent ne pas se concrétiser et ne visent pas à prédire la performance future d'une stratégie ou d'un produit proposé par la Société. Les résultats futurs peuvent considérablement varier en fonction de facteurs tels que l'évolution des marchés des valeurs mobilières, des marchés financiers, ou des conditions économiques générales.

Ce document a été préparé sur la base d'informations publiques, de données élaborées en interne et d'autres sources externes jugées fiables. Toutefois, aucune garantie n'est donnée quant à la fiabilité de ces informations et la Société n'a pas cherché à vérifier en toute indépendance les informations provenant de sources publiques et externes.

Le présent document est destiné aux personnes à qui la société estime raisonnablement qu'il est légal de le transmettre, et ne doit en aucun cas être transmis à une autre personne sans le consentement de la société. Il n'est destiné à aucune autre personne et ne peut être utilisé par d'autres personnes à quelque fin que ce soit. Il n'exprime aucun avis quant au caractère approprié des investissements décrits aux présentes par rapport à la situation individuelle de chaque destinataire ou à d'autres éléments. Il incombe à toute personne prenant connaissance du présent document de respecter les lois de tout pays concerné, y compris l'obligation d'obtenir une éventuelle autorisation des autorités gouvernementales, ou autres, ou l'exécution de toute autre formalité obligatoire dans le pays en question.

Ce document constitue une communication générale, qui n'est pas impartiale et toute l'information qu'il contient a été préparée uniquement à des fins d'information et de formation, et ne constitue pas une offre, ni une recommandation d'achat ou de vente d'un titre en particulier, ni d'adoption d'une stratégie d'investissement particulière. Les informations contenues dans le présent document ne s'appuient pas sur la situation d'un client en particulier. Elles ne constituent pas un conseil d'investissement et ne doivent pas être interprétées comme constituant un conseil en matière fiscale, comptable, juridique ni réglementaire. Avant de prendre une décision d'investissement, les investisseurs doivent solliciter l'avis d'un conseiller juridique et financier indépendant, y compris s'agissant des conséquences fiscales.

La Société n'a pas autorisé les intermédiaires financiers à utiliser ni à distribuer le présent document, à moins que cette utilisation et cette distribution ne soient effectuées conformément à la législation et à la réglementation en vigueur. De plus, les intermédiaires financiers sont tenus de s'assurer que les informations contenues dans ce document soient adaptées aux personnes à qui ils le fournissent en termes de leur situation et de leurs objectifs. La société ne peut être tenue responsable et rejette toute responsabilité en cas d'utilisation abusive de ce document par tout intermédiaire financier.

Ce document peut être traduit dans d'autres langues. En cas de traduction, seule la version anglaise fait foi. S'il y a des divergences entre la version anglaise et une version de ce document dans une autre langue, seule la version anglaise fait foi.

Il est interdit de reproduire, copier, modifier, utiliser pour créer un document dérivé, interpréter, afficher, publier, poster, mettre sous licence, intégrer, distribuer ou transmettre tout ou une partie de ce document, directement ou indirectement, ou de divulguer son contenu à des tiers sans le consentement écrit explicite la Société. Il est interdit d'établir un hyperlien vers ce document, à moins que cet hyperlien ne soit destiné à un usage personnel et non commercial. Toutes les informations contenues dans le présent document sont la propriété des auteurs et sont protégées par les droits d'auteur, et par toute autre loi applicable.

Morgan Stanley Investment Management est la division de gestion d'actifs de Morgan Stanley.

DISTRIBUTION

Ce document s'adresse et ne doit être distribué exclusivement qu'aux personnes résidant dans des pays ou territoires dans lesquels une telle distribution ou mise à disposition n'est pas contraire aux lois et réglementations locales en vigueur.

MSIM, la division de gestion d'actifs de Morgan Stanley (NYSE : MS) et ses sociétés affiliées ont passé des accords pour commercialiser leurs produits et services respectifs. Chaque société affiliée de MSIM est réglementée de manière appropriée dans la juridiction où elle opère. Les sociétés affiliées à MSIM sont : Calvert Research and Management, Eaton Vance Management, Parametric Portfolio Associates LLC, Parametric SAS et Atlanta Capital Management LLC.

Ce document a été publié par une ou plusieurs des entités suivantes :

EMEA

Ce document s'adresse aux clients professionnels/investisseurs accrédités uniquement.

Au sein de l'UE, les documents de MSIM sont publiés par MSIM Fund Management (Ireland) Limited (« FMIL »). FMIL est une société privée à responsabilité limitée par actions immatriculée en Irlande sous le numéro 616661 et réglementée par la Banque Centrale d'Irlande. Son siège social est situé à l'adresse 24-26 City Quay, Dublin 2, D02 NY19, Irlande.

En dehors de l'UE, les documents de MSIM sont publiés par Morgan Stanley Investment Management Limited (MSIM Ltd), une société agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre. Numéro d'enregistrement : 1981121. Siège social : 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres E14 4QA.

En Suisse, les documents de MSIM sont publiés par Morgan Stanley & Co. International plc, Londres, succursale de Zurich, une société agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (« FINMA »). Siège social : Beethovenstrasse 33, 8002 Zurich, Suisse.

Italie : MSIM FMIL (succursale de Milan), (Sede Secondaria di Milano), Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20121 Milan, Italie. **Pays-Bas** : MSIM

FMIL (succursale d'Amsterdam), Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 11096HA, Pays-Bas. **France** : MSIM FMIL (succursale de Paris), 61, rue de Monceau, 75008 Paris, France. **Espagne** : MSIM FMIL (succursale de Madrid), Calle Serrano 55, 28006, Madrid, Espagne. **Allemagne** : MSIM FMIL succursale de Francfort, Große Gallusstraße 18, 60312 Francfort, Allemagne (Catégorie : Branch Office (FDI) selon § 53b KWG). **Danemark** : MSIM FMIL (succursale de Copenhague), Gorrissen Federspiel, Axel Towers, Axeltorv2, 1609 Copenhague V, Danemark.

MOYEN-ORIENT

Dubai International Financial Centre : Ces informations ne constituent pas une offre d'émission ou de vente, ni une sollicitation d'offre de souscription ou d'achat de titres ou de produits d'investissement dans les Émirats arabes unis (y compris le Dubai International Financial Centre et l'Abu Dhabi Global Market), et ne doivent donc pas être interprétées comme telles. En outre, ces informations sont mises à disposition à condition que le destinataire reconnaisse et comprenne que les entités et les titres auxquels elles peuvent se rapporter n'ont pas été approuvés, autorisés ou enregistrés auprès de la Banque centrale des EAU, de la Dubai Financial Services Authority, de la UAE Securities and Commodities Authority, de la Financial Services Regulatory Authority ou de toute autre autorité de licence ou agence gouvernementale compétente aux EAU. Le contenu de ce rapport n'a pas été approuvé par la Banque centrale des Émirats arabes unis, la Dubai Financial Services Authority, la UAE Securities and Commodities Authority ou la Financial Services Regulatory Authority et celui-ci n'a pas été déposé auprès de ces organismes.

Abu Dhabi Global Market (« ADGM ») : Ce document est envoyé strictement dans le cadre d'une communication exonérée et constitue une communication exonérée. Ce document porte sur la dette privée en Amérique du Nord, un contenu qui n'est soumis à aucune forme de réglementation ou d'approbation de la part de la Financial Services Regulatory Authority du Abu Dhabi Global Market (la « FSRA »).

ARABIE SAOUDITE

Le présent document de promotion financière a été émis et approuvé pour utilisation en Arabie Saoudite par Morgan Stanley Saudi Arabia, Al Rashid Tower, Kings Sand Street, Riyadh, Arabie Saoudite laquelle est autorisée et réglementée par la Capital Market Authority (Autorité du marché des capitaux) sous le numéro de licence 06044-37.

ÉTATS-UNIS

NON ASSURÉ PAR LA FDIC. ABSENCE DE GARANTIE BANCAIRE. POSSIBLE PERTE DE VALEUR. NON ASSURÉ PAR DES AGENCES DU GOUVERNEMENT FÉDÉRAL. NE CONSTITUE PAS UN DÉPÔT.

AMÉRIQUE LATINE (BRÉSIL, CHILI, COLOMBIE, MEXIQUE, PÉROU ET URUGUAY)

Ce document est destiné à être utilisé uniquement par un investisseur institutionnel ou un investisseur qualifié. Toutes les informations contenues dans ce document sont confidentielles et destinées à l'usage et à l'examen exclusifs de son destinataire visé et ne sauraient être transmises à un tiers. Ce document est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre publique, une sollicitation ou une recommandation d'achat ou de vente d'un(e) quelconque produit, service, instrument financier et/ou stratégie. La décision d'investir ne doit être prise qu'après avoir lu la documentation sur la stratégie et mené une due diligence approfondie et indépendante.

ASIE-PACIFIQUE

Hong Kong : Le présent document est publié par Morgan Stanley Asia Limited aux fins d'utilisation à Hong Kong et ne peut être diffusé qu'auprès d'« investisseurs professionnels » au sens du Securities and Futures

Ordinance (décret sur les valeurs mobilières et les contrats à terme) de Hong Kong (Cap 571). Le contenu du présent document n'a été ni revu ni approuvé par une autorité de réglementation, y compris la Securities and Futures Commission de Hong Kong. En conséquence, à moins que la loi en vigueur ne prévoit des exceptions, ce document ne devra pas être publié, diffusé, distribué, adressé ou mis à disposition du public à Hong Kong.

Singapour : Ce document est diffusé à Singapour par Morgan Stanley Investment Management Company, numéro d'enregistrement 199002743C. Ce document ne doit pas être considéré comme faisant l'objet d'une invitation à souscrire ou à acheter, directement ou indirectement, au public ou à tout membre du public à Singapour autre que (i) un investisseur institutionnel en vertu de l'article 304 des Futures Act, chapitre 289 de Singapour (« SFA »); (ii) une « personne concernée » (qui comprend un investisseur qualifié) en vertu de l'article 305 de la SFA, et cette diffusion est conforme aux conditions précisées à l'article 305 de la SFA ; ou (iii) conformément à, et aux conditions de toute autre disposition applicable de la SFA. Ce document n'a pas été vérifié par l'Autorité monétaire de Singapour. **Australie** : Ce document est publié par Morgan Stanley Investment Management (Australie) Pty Ltd ABN 22122040037, AFSL No. 314182 et ses affiliés et ne constitue pas une invitation à investir. Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited donne les moyens aux filiales de MSIM de fournir des services financiers à la clientèle institutionnelle (« wholesale ») en Australie. Ce document ne sera pas déposé auprès de l'Australian Securities and Investments Commission.

JAPON

Pour les investisseurs professionnels, ce document est distribué à titre informatif seulement. Pour les investisseurs non professionnels, ce document est fourni dans le cadre des activités de Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. (« MSIMJ ») relatives aux conventions de gestion de placements discrétionnaires (« IMA ») et aux conventions de conseils en placement (« AAI »). Il ne s'agit pas d'une recommandation ni d'une sollicitation de transactions ou offre d'instruments financiers particuliers. En vertu d'une convention IMA, en ce qui concerne la gestion des actifs d'un client, ce dernier prescrit à l'avance les politiques de gestion de base et charge MSIMJ de prendre toutes les décisions d'investissement en fonction de l'analyse de la valeur des titres et MSIMJ accepte cette mission. Le client délègue à MSIMJ les pouvoirs nécessaires pour prendre ces décisions d'investissement. MSIMJ exerce ces pouvoirs délégués en conséquence et le client s'interdit d'émettre des instructions individuelles. Tous les profits et pertes d'investissement reviennent aux clients ; le principal n'est pas garanti. Les investisseurs doivent étudier attentivement les objectifs d'investissement, la nature des risques et les frais associés à la stratégie avant d'investir. En vertu des commissions de conseil en investissement pour une gestion conseillée ou une gestion discrétionnaire, le montant des biens assujettis au contrat multiplié par un certain taux (la limite supérieure est de 2,20 % par année (taxes comprises)) sera engagé proportionnellement à la durée du contrat. Pour certaines stratégies, des honoraires conditionnels peuvent être compris en plus des frais mentionnés ci-dessus. Des frais indirects peuvent également être engagés, tels que les commissions de courtage sur les titres sous-jacents. Étant donné que ces frais et dépenses varient selon le contrat et d'autres facteurs, MSIMJ ne peut pas préciser les taux, les limites supérieures, etc., à l'avance. Tous les clients doivent lire attentivement les documents fournis avant la conclusion et l'exécution d'un contrat. Ce document est diffusé au Japon par MSIMJ enregistrée sous le n° 410 (Directeur du Bureau des Finances Locales de Kanto (Entreprises d'Instruments Financiers)), membre des organisations suivantes : Japan Securities Dealers Association, Investment Management Association of Japan et Type II Financial Instruments Firms Association.