

2. La recomposition du paysage du crédit à l'aune du développement de la dette privée et ses implications pour la stabilité financière

Coordinateurs : Gabriel CHEMAIN, Lucas DEVIGNE, Frédéric GUÉVEL, Edith STOJANOVIC

Autres contributeurs : Frédéric AHADO, Grégoire DESBROSSES, Louis-Édouard GENTY, Raphaël GORRAND

Le marché du crédit privé – à savoir les financements sous forme dette non cotée sur les marchés octroyés à des entreprises par des entités non bancaires – s'est fortement développé depuis 2010, porté par les États-Unis, où il est devenu un canal important de financement des entreprises¹. En Europe, ce marché reste plus modeste, mais il a également progressé comme une alternative aux financements intermédiaires par des banques et au marché obligataire, principalement pour des entreprises de taille moyenne et fortement endettées. Cette dynamique s'explique par le retrait relatif des banques de certains financements à fort effet de levier, par la flexibilité de ce mode de financement pour les entreprises, malgré un coût plus élevé, et par l'appétit des investisseurs pour des produits offrant un rendement espéré supérieur à celui des produits obligataires plus classiques.

Le développement du marché s'accompagne, notamment aux États-Unis, de structures de financement plus complexes porteuses de vulnérabilités liées aux asymétries de liquidité, au levier, et aux interconnexions croissantes avec le reste du système financier. Le marché du crédit privé est traditionnellement constitué de fonds d'investissement fermés au rachat et faiblement endettés, des structures qui limitent les risques systémiques pour la stabilité financière. Toutefois, le développement des fonds permettant des sorties périodiques aux investisseurs, notamment dans le contexte de l'ouverture progressive à la clientèle de détail, peut générer des asymétries de liquidité au sein des fonds, compte tenu de la nature illiquide de leurs actifs. Ces fragilités sont renforcées par une utilisation accrue du levier au niveau des fonds, avec un recours croissant au financement bancaire, plus marqué aux États-Unis, néanmoins présent en Europe. Aux États-Unis, le développement d'instruments de dette structurée émis par les fonds complexifie encore la chaîne de financement et diffuse les risques vers d'autres secteurs, notamment l'assurance vie américaine. Ces interconnexions favorisent l'émergence de canaux de contagion potentiels vers le reste du système financier en cas de tensions. L'opacité du marché du crédit privé rend cependant difficile l'appréciation de l'ensemble de ces vulnérabilités, pour les acteurs du marché comme pour les autorités.

Alors que le marché du crédit privé poursuit sa transformation et que des signes de tensions apparaissent sur le segment du crédit aux entreprises fortement endettées aux États-Unis, l'amélioration de la transparence est nécessaire pour renforcer le suivi des risques par l'ensemble des acteurs. Le marché se diversifie avec l'émergence de nouveaux segments, notamment du fait des besoins de financement massifs et intensifs en capital de secteurs innovants, au premier rang desquels figure l'intelligence artificielle (IA). Cette recomposition s'accompagne d'une concentration accrue autour de quelques gestionnaires de dimension mondiale, capables de structurer des opérations de grande envergure. Dans un environnement de concurrence renforcée, certains acteurs pourraient être incités à accroître leur prise de risque pour déployer leurs capitaux rapidement, avec des pratiques hétérogènes. Dans ce contexte, alors que la résilience du marché n'a pas encore été éprouvée lors d'un retournement macroéconomique prolongé, un renforcement de la transparence apparaît nécessaire afin de permettre aux parties prenantes de disposer d'une vision d'ensemble des risques auxquels elles sont exposées et aux autorités de renforcer leur surveillance.

¹ Le périmètre du crédit privé varie selon les définitions et peut, dans certains cas, inclure des financements d'infrastructures et d'immobilier. Le présent chapitre se concentre sur les créances aux entreprises.

2.1. Le marché du crédit privé a connu une croissance rapide à la faveur du retrait des banques de certains segments d'activité

Le marché a connu une forte croissance au cours des dernières années, particulièrement aux États-Unis, mais reste relativement peu développé en France

Le crédit privé désigne les financements octroyés à des entreprises par des véhicules non bancaires – souvent des fonds ou assimilés – par opposition au crédit bancaire et au marché obligataire public. Ces financements sont le plus souvent directement octroyés par les véhicules de crédit privé, de façon bilatérale ou au sein d'un petit groupe de prêteurs. Ils peuvent aussi être acquis par ces véhicules après leur origination, notamment dans le cadre d'accords d'octroi puis de cession de crédits (*originate-to-distribute*) avec des banques. Cette classe d'actifs recouvre plusieurs types de stratégies :

- Les prêts directs (*direct lending*) à des petites ou moyennes entreprises (PME) fortement endettées – typiquement des entreprises ayant fait l'objet d'un rachat avec effet de levier ou *leveraged buyout*, LBO) – constituent la stratégie dominante. Ces prêts directs sont traditionnellement des prêts à taux variable, assortis de clauses financières (*covenants*) fondées sur des flux de trésorerie.
- Les prêts mezzanine font également partie des stratégies les plus fréquentes, et sont souvent assortis de participation au capital. Cette catégorie de financement se situe ainsi entre la dette et les fonds propres.
- Les prêts adossés à des actifs (*asset-based lending*) consistent en une forme de financement structuré où les prêts sont garantis par des actifs tangibles (immobilier, infrastructures, etc.) ou intangibles (redevances musicales, brevets, etc.)
- Le financement d'entreprises en difficulté (*distressed lending*) se traduit par l'achat de titres de dette de catégorie spéculative sur les marchés secondaires, à un prix fortement inférieur à leur valeur nominale.

Le marché mondial du crédit privé a plus que quadruplé entre 2014 et 2024 et avoisine les 2 000 milliards de dollars². Le marché reste dominé par l'Amérique du Nord, qui représentait près de trois quarts des levées de fonds en 2024, contre 20 % pour l'Europe (Royaume-Uni compris) où il se développe rapidement. La France se situe au deuxième rang européen³, après le Royaume-Uni, avec 66 milliards d'euros investis en valeur cumulée par des fonds de crédit privé français et étrangers entre 2020 et 2024, dont environ 55 % par des fonds domestiques. En France, le poids du crédit privé dans le financement des entreprises reste limité : on peut estimer qu'en 2024, les crédits privés émis par des fonds français équivalaient à moins de 4 % des flux annuels de crédits bancaires souscrits par des sociétés non-financières (SNF)⁴. Dans son *Financial Stability Report* d'avril 2025, la Réserve fédérale des États-Unis estimait que le crédit privé représentait environ 9 % du stock de la dette totale des SNF américaines. Il convient de noter qu'il reste difficile de mesurer précisément ce marché. Les ordres de grandeur donnés dans le présent rapport proviennent majoritairement de sources privées, les données officielles publiques étant limitées comparativement aux marchés cotés⁵.

Le développement du crédit privé peut s'expliquer par plusieurs facteurs liés à l'évolution de l'offre et de la demande de crédit :

- Son essor est généralement relié à une réduction de l'appétit des banques pour le risque à la suite de la crise financière de 2008 et du renforcement du cadre réglementaire. Dans ce contexte, les structures de crédit privé ont pu se développer auprès d'entreprises dont le niveau de levier est trop important pour les banques ou dont la capacité à apporter des actifs en sûreté est insuffisante.

² PitchBook (2025), [Global private debt report](#), mars.

³ France Invest (2025) [Activité des fonds de dette privée en France en 2024](#), mars. La France apparaît toutefois au coude-à-coude avec le Royaume-Uni en matière de déploiement de capital, d'après PitchBook.

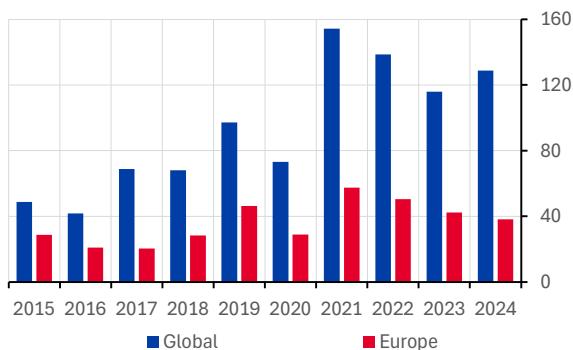
⁴ Estimation obtenue à partir d'une comparaison de deux sources de données (France Invest et Banque de France) dont les périmètres peuvent différer.

⁵ Les méthodologies et les périmètres de couverture peuvent varier selon les fournisseurs.

- L'essor du crédit privé doit aussi être relié à celui du marché du capital-investissement : on estime que près des trois-quarts des opérations de crédit privé (hors infrastructures) réalisées en France en 2024 l'ont été avec la participation d'un investisseur en capital⁶.
- Les principaux attraits du crédit privé pour les emprunteurs résident notamment dans la rapidité et la flexibilité des financements de crédit privé comparativement aux crédits bancaires. La possibilité de s'adresser à un interlocuteur unique et de disposer de modalités de remboursement flexibles (de type *payment-in-kind*, PIK, permettant l'agrégation des intérêts au principal du prêt) ou une structuration simplifiée intégrant de la dette unitranche a pu constituer un argument favorisant le recours au crédit privé. Ces avantages peuvent compenser pour certains emprunteurs le surcoût induit par ce mode de financement : aux États-Unis, le *spread* médian par rapport au taux sans risque sur les crédits privés s'établit ainsi aux alentours de 6 %, quand celui sur les crédits bancaires est compris entre 1,2 % et 1,8 %.
- Du côté des investisseurs, la recherche de rendement dans un environnement de taux bas et des objectifs de diversification expliquent en partie la forte croissance des levées de fonds.

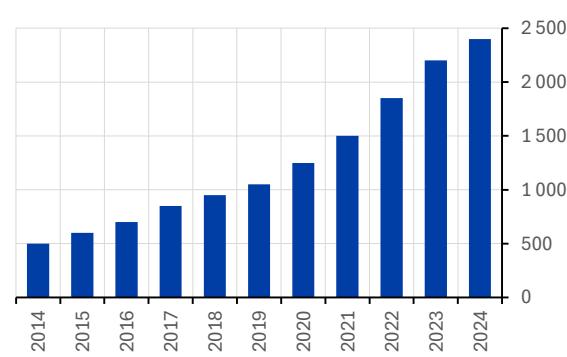
Le marché du crédit privé a ralenti depuis son pic de 2022. Cela s'explique principalement par la remontée des taux directeurs, qui a conduit à un ralentissement du nombre d'acquisitions avec effet de levier et d'opérations de fusion-acquisition. Alors que les capitaux non-investis, ou poudre sèche (*dry powder*), atteignent des niveaux record, les investisseurs ont pu être amenés à geler ou à réduire leurs investissements dans cette classe d'actifs, contribuant au ralentissement des levées de fonds. Le renforcement des incertitudes économiques et commerciales a pu contribuer à ce ralentissement. Depuis le début d'année 2025, on peut observer une hausse de la part relative des investissements dirigés vers l'Europe, tirée par la levée de fonds de taille importante par quelques grands acteurs internationaux⁷.

Graphique 2.1 : Capitaux levés par les fonds de dette privée
x : axe temporel / y : montant (en milliards de dollars)



Source : Prequin.

Graphique 2.2 : Actifs sous gestion en dette privée (toutes catégories confondues)
x : axe temporel / y : montant (en milliards de dollars)



Source : PitchBook.

Une prédominance des acteurs institutionnels

Les sociétés de gestion actives sur le marché du crédit privé sont le plus souvent présentes sur plusieurs segments des marchés de capitaux non cotés (capital-investissement ou investissement en actifs réels). Les structures d'investissement en crédit privé prennent traditionnellement la forme de véhicules fermés aux rachats et conservant les prêts jusqu'à maturité, laquelle va généralement de cinq à dix ans, avec un paiement des coupons qui s'effectue à intervalle régulier. En France, il s'agit exclusivement de fonds d'investissement alternatifs (FIA), lesquels peuvent adopter plusieurs natures – sociétés d'investissement à capital variable (SICAV), fonds communs de placements (FCP), sociétés de libre partenariat (SLP) – et correspondre à différents

⁶ Données France Invest. Fonds français et étrangers confondus.

⁷ Ainsi, Ares a levé début 2025 17,7 milliards de dollars pour son fonds de prêts en Europe.

régimes juridiques – fonds communs de placements à risques (FCPR), *European Long Term Investment Funds* (ELTIF), etc.) – selon le profil de risque, la clientèle visée, et la réglementation applicable privilégiés par le gestionnaire d'actifs. Dans l'Union Européenne, le Luxembourg constitue le principal centre de domiciliation des fonds de crédit, où les acteurs privilégient la structure des Fonds d'investissement alternatif réservés (RAIF).

Ces caractéristiques tendent à évoluer avec le développement offrant des structures dites semi-liquides, permettant des sorties périodiques aux investisseurs. C'est largement le cas aux États-Unis où les *business development companies* (BDC) se sont fortement développées aux côtés des fonds fermés classiques, avec un cadre réglementaire spécifique (cf. encadré 2.1). Les BDC comptent désormais pour un cinquième du crédit aux entreprises appartenant au marché intermédiaire (*middle market*)⁸. Elles font partie de l'univers des fonds fermés mais proposent des options de liquidité aux investisseurs. Des fonds offrant des possibilités de rachat à intervalles réguliers tendent également à se développer en Europe (cf. ci-après).

Les acteurs institutionnels privilégiant des horizons d'investissement à long terme représentent les principaux investisseurs sur le marché du crédit privé. Parmi ceux-ci, on compte notamment des fonds de pension, des assureurs, d'autres fonds d'investissement, ou encore des fonds souverains qui trouvent dans le crédit privé une classe d'actifs offrant une faible volatilité apparente et un moyen de diversification de leur portefeuille. Celle-ci propose par ailleurs des rendements attractifs, souvent compris entre 6 % et 10 %, et supérieurs en 2024 de près de 6 points de pourcentage aux taux interbancaires. La part des investisseurs particuliers reste minoritaire, mais progresse avec le développement de structures qui leur sont destinées.

Le marché du crédit privé finance majoritairement des entreprises de taille petite à intermédiaire (PME/ETI) à fort effet de levier. Elles sont souvent soutenues par des fonds de capital-investissement, notamment dans le cadre d'opérations d'acquisition avec effet de levier (*leveraged buyout*, LBO). À ces emprunteurs s'ajoutent des entreprises en forte croissance et recherchant un financement rapide et flexible. Les entreprises les plus grandes ou les plus faiblement endettées tendent historiquement à privilégier des sources de financement plus traditionnelles, telles que le crédit bancaire, les prêts syndiqués et les marchés obligataires publics. Les entreprises ayant recours au crédit privé sont majoritairement concentrées dans des secteurs générant des flux financiers prévisibles et réguliers ou présentant de fortes perspectives de développement. En France, il s'agit notamment des secteurs de la santé, des services aux entreprises ainsi que de la technologie et de la communication.

⁸ Avalos (F.), Doerr (S.) et Pinter (G.) (2025), [« The global drivers of private credit »](#), BIS Quarterly Review, mars.

Encadré 2.1 : Analyse comparée de la réglementation des acteurs du crédit privé dans l'Union européenne, au Royaume-Uni et aux États-Unis

Par Brieuc LEVENÉ, Aubert MASSENGO, Camille RIESI, Nicolas RIGAUDIÈRE et Inès RISPAL

Dans l'Union européenne, l'adoption de la directive AIFMD 2 en 2024 a permis d'établir un cadre harmonisé autorisant tous les fonds d'investissement alternatifs (FIA) à octroyer des prêts⁹ en contrepartie d'exigences spécifiques. Le paysage réglementaire était auparavant fragmenté, avec des pays autorisant l'octroi de prêts par des fonds (France, Royaume-Uni, Espagne, Italie), tandis que d'autres l'interdisaient (Allemagne). La révision de la directive AIFMD en mars 2024 clarifie la possibilité pour les FIA d'octroyer des prêts, et tous les fonds prêteurs sont soumis à un cadre minimal : une limite d'investissement par entité fixée à 20 % du capital du fonds, une obligation de rétention de 5 % du risque pour tout prêt émis et revendu immédiatement, ainsi que l'interdiction de recourir au modèle *originate-to-distribute*. Des exigences renforcées sont prévues pour les fonds dont l'activité principale est l'émission de prêts : en particulier, ceux-ci doivent être fermés – sauf si le montant des prêts octroyés est inférieur à 50 % de la valeur de l'actif net (*net asset value*, NAV) du fonds ou s'ils démontrent que leur système de gestion de la liquidité est assez robuste – et leur levier est plafonné à 300 % pour les fonds fermés et à 175 % pour les fonds ouverts¹⁰. AIFMD 2 prévoit également des exigences de transparence, les gestionnaires devant rendre compte aux autorités compétentes des principaux marchés et instruments sur lesquels ils négocient pour le compte des FIA qu'ils gèrent, ainsi que des principales expositions et concentrations de chaque FIA¹¹. La transposition d'AIFMD 2 – qui doit avoir lieu au plus tard le 16 avril 2026 – pourrait conduire à des divergences entre pays en raison des options figurant dans le texte. À titre d'illustration, ces derniers peuvent choisir au niveau national d'interdire aux FIA prêteurs l'octroi de prêts à des consommateurs personnes physiques¹². En parallèle, le règlement ELTIF 2 (*European long-term investment fund*) de 2023 renforce la capacité des fonds européens d'investissement à long terme à intervenir sur le marché du crédit privé en autorisant notamment leur commercialisation dès le premier euro auprès d'investisseurs de détail et en augmentant leur plafond d'emprunt de liquidités. Bien que fermés par principe, ces fonds peuvent désormais prévoir des rachats anticipés sous conditions très strictes de liquidité. Les rachats sont plafonnés à un pourcentage des actifs liquides précisés dans la réglementation.

Le Royaume-Uni n'a pas adopté AIFMD 2, du fait du Brexit. La réglementation britannique ne prévoit ainsi pas de dispositions spécifiques aux FIA prêteurs et se limite à des dispositions générales applicables aux FIA. L'octroi de prêts par des fonds peut être réalisé par des FIA ayant la forme de *Qualified Investor Schemes* (QIS) ou de *Long-Term Asset Funds* (LTAF). Les gestionnaires de FIA britanniques sont soumis à des obligations modulées selon leur taille et leur niveau de levier, notamment en matière de *reporting*, d'exigences en fonds propres, de mise en œuvre d'un système de gestion de la liquidité approprié et de stress-tests réguliers. Les autorités britanniques ont engagé des consultations afin de réviser le cadre en vigueur depuis AIFMD 1, qui pourraient avoir une incidence sur les FIA octroyant des prêts.

Par ailleurs, les LTAF, introduits en 2021, constituent une catégorie juridique spécifique conçue pour faciliter l'investissement dans des actifs illiquides, à l'instar des ELTIF dans l'Union européenne. Ils doivent investir au moins 50 % de leur NAV dans des actifs non cotés (contre 55 % pour les ELTIF européens), mais peuvent accéder à une gamme plus large que les ELTIF. Leur levier est plafonné à 30 % (contre 50 % pour les ELTIF ouverts aux

⁹ En France (depuis 2016) et dans d'autres pays européens, cette possibilité était déjà admise depuis plusieurs années.

¹⁰ S'ils n'octroient que des « shareholder loans » (prêts d'actionnaires), ils sont dispensés des règles applicables aux activités de prêt tant que ces prêts n'excèdent pas 150% du capital du fonds.

¹¹ Si AIFMD 2 impose aux gestionnaires de communiquer aux investisseurs « la composition du portefeuille des prêts octroyés », cela n'est pas le cas pour le *reporting* à destination des autorités compétentes.

¹² Les principaux enjeux de transposition d'AIFMD 2 – octroi de prêts par les FIA, harmonisation des outils de gestion de la liquidité pour les FIA de type ouvert et les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), extension de la liste des activités que peuvent exercer les gestionnaires de FIA – sont détaillés dans le [rapport du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris](#).

investisseurs de détail, et 100 % pour les ELTIF ouverts aux investisseurs professionnels), les rachats sont mensuels avec un préavis de quatre-vingt-dix jours, et ils ne bénéficient pas du passeport européen.

Aux États-Unis, le cadre réglementaire applicable aux fonds de crédit privé repose principalement sur le Dodd-Frank Act et sur des règles adoptées par la Securities and Exchange Commission (SEC), cadre qui s'applique de façon plus générale à l'ensemble de la catégorie des fonds privés¹³. Les fonds disposant d'au moins 150 millions de dollars d'actifs sous gestion sont soumis au Form PF¹⁴ de la SEC, qui a renforcé ses exigences en mai 2023 afin de mieux évaluer l'émergence de risques systémiques. Outil de *reporting*, confidentiel et agrégé, le Form PF renseigne sur le levier, l'exposition aux contreparties, la concentration, la liquidité. Cependant, le Financial Stability Oversight Council (FSOC) souligne que le secteur du crédit privé demeure particulièrement opaque. Il recommande d'améliorer la collecte de données par le Form PF et de renforcer, pour les banques, la gestion du risque de crédit lié à leurs contreparties dans les fonds¹⁵. En tout état de cause, contrairement à l'Union européenne, aucune limite de levier n'est prévue, ni d'exigences de coussins de liquidité pour les fonds prêteurs. Toutefois, le FSOC – dont l'influence a été réduite¹⁶ – peut théoriquement désigner des entités susceptibles de devenir d'importance systémique, avec pour conséquence l'assujettissement à la supervision de Réserve fédérale (FED)¹⁷ et à d'éventuelles exigences de levier et de liquidité notamment, lesquelles ne seraient pas nécessairement mieux-disantes que celles applicables aux fonds prêteurs européens. Le cadre réglementaire du crédit privé aux États-Unis a également été pensé pour soutenir l'investissement dans les entreprises de taille intermédiaire (*middle market firms*), à travers les *business development companies* (BDC). Ces véhicules d'investissement pouvant être cotés en bourse font l'objet d'obligations de déclaration auprès de la SEC (y compris prêt par prêt) et d'une limite d'endettement fixée à un ratio actifs sur dettes, traditionnellement établi à 200 % et abaissé sous certaines conditions à 150 % en 2018. En forte croissance et dépassant leur objet initial pour financer des entreprises de plus grande taille, les BDC représentent aujourd'hui 20 % de l'encours du crédit privé outre-Atlantique¹⁸.

Le cadre américain pourrait évoluer prochainement afin de favoriser l'accès au crédit privé des investisseurs de détail. Pensés initialement comme une protection contre des stratégies d'investissement complexe ou illiquide, la SEC a assoupli les seuils qui limitent l'investissement des particuliers dans les fonds fermés exposés au crédit privé¹⁹. La présidence américaine a également adopté un *executive order* appelant les régulateurs américains à faciliter l'accès des plans de retraite de type 401(k) au marché du crédit privé²⁰, afin d'accompagner un mouvement de croissance qui concerne également les entreprises d'assurance.

Un renforcement de la place des acteurs américains

Le marché du crédit privé tend à se concentrer autour de grands gestionnaires d'actifs intégrés, le plus souvent américains, intervenant à l'échelle internationale. En 2014, les levées de fonds par des véhicules dont l'actif sous gestion dépassait 5 milliards de dollars représentaient moins de 5 % des capitaux levés totaux, contre près de 50 % en 2024²¹. Ces acteurs sont désormais capables de concurrencer les prêts syndiqués pour

¹³ La catégorie des fonds privés (*private funds*) comprend les *hedge funds*, les fonds de capital-investissement ou les fonds immobiliers, par opposition aux fonds communs de placement (*mutual funds*).

¹⁴ United States Securities and Exchange Commission, [Form PF](#)

¹⁵ FSOC (2024), [Rapport annuel](#).

¹⁶ Bessent (S.) (2025), [discours](#), 10 septembre.

¹⁷ Actuellement, aucune entité n'est désignée comme étant d'importance systémique.

¹⁸ Avalos (F.), Doerr (S.) et Pinter (G.), op. cit., BIS Quarterly Review, mars 2025.

¹⁹ Les fonds fermés investissant 15 % ou plus de leurs actifs dans des fonds privés ne sont plus tenus d'imposer un investissement initial minimal de 25 000 dollars et de limiter les ventes aux investisseurs accrédités. [SEC.gov | ADI 2025-16 - Registered Closed-End Funds of Private Funds](#).

²⁰ [The White House \(2025\), « Democratizing access to alternative assets for 401\(k\) investors », 7 août.](#)

²¹ PitchBook (2024), *Private Debt Annual Report*.

les opérations les plus importantes. Par exemple, en 2025, Apollo a fourni à EDF un financement de 4,5 milliards de livres sterling par voie de placement privé non coté²².

Le crédit privé s'est ainsi récemment déplacé vers de plus gros financements, autrefois plutôt réservés aux prêts syndiqués, et des niveaux de levier plus élevés. Si la moitié des opérations s'effectuaient en dessous de la barre des 100 millions d'euros en Europe en 2021²³, cela concerne moins de 15 % des transactions aujourd'hui, avec une part plus importante des financements de plus de 350 millions d'euros (environ 33 %), la moitié des financements évoluant entre 100 millions et 350 millions d'euros. De la même manière, la part des *jumbo deals* (les financements supérieurs à 1 milliard d'euros ou de dollars) demeure importante, à 10 % des transactions à juin 2025, taille de transaction qui n'existe pas avant 2021.

Une classe d'actifs qui présente des vulnérabilités

Risque de valorisation

À l'instar des autres classes d'actifs non cotés, le marché du crédit privé est exposé à un risque de valorisation compte tenu de l'absence de marché secondaire. L'évaluation des actifs non cotés dépend des hypothèses retenues par les gestionnaires d'actifs, à l'inverse des actifs cotés, dont la valorisation agrège les avis des acteurs du marché et reflète des volumes de transactions plus importants²⁴. Les fonds de crédit privé sont généralement valorisés à intervalles réguliers (trimestriellement voire mensuellement) mais les pratiques auxquelles ont recours les gestionnaires d'actifs ne sont pas standardisées. Ce manque de standardisation peut générer un risque de survalorisation, pouvant notamment résulter de conflits d'agence entre les gestionnaires d'actifs, dont les commissions sont en partie calculées à partir de la valorisation des actifs sous gestion, et les investisseurs. Une valorisation inexacte pourrait masquer de potentielles pertes latentes, qui ne seraient rendues publiques que lors de l'arrivée à maturité des crédits sous-jacents. Ce risque de valorisation est particulièrement susceptible de se matérialiser en cas de retournement économique et de resserrement des conditions de financement, les sociétés débitrices pouvant alors se trouver fragilisées sans que cette situation se reflète immédiatement dans la valeur nette d'inventaire du fonds. Dans ces conditions, il est essentiel que les gestionnaires d'actifs garantissent aux investisseurs la plus grande transparence possible, en s'assurant de l'indépendance des fonctions de valorisation et en reconnaissant une éventuelle détérioration de la qualité des actifs sous-jacents à un stade suffisamment précoce.

Risque lié à l'usage du levier

L'écosystème du crédit privé est exposé au levier à plusieurs niveaux. Ce recours à l'endettement peut avoir lieu au niveau des entreprises financées, du fonds lui-même ou des investisseurs (cf. schéma 2.1). L'empilement des leviers peut amplifier les pertes en cas de retournement du marché et de matérialisation du risque de crédit sur le portefeuille de prêts sous-jacents. Par ailleurs, le recours au levier accroît la sensibilité des fonds aux conditions de financement.

Par nature, les fonds de crédit privé sont exposés à un risque de crédit élevé, en raison de la concentration de leurs investissements dans des entreprises très endettées, généralement à taux variables et avec des primes de risque plus élevées que sur les financements traditionnels. La résilience des fonds de crédit privé suppose une stricte gestion de ce risque de crédit, à travers une sélection rigoureuse des emprunteurs, un suivi régulier de leur situation financière, des structures de prêts adaptées à leur profil (clauses financières, niveau d'endettement), et une bonne diversification des portefeuilles.

Si les fonds de crédit privé sont traditionnellement peu endettés, on constate une augmentation du recours au levier, avec une diversification et une complexification des sources de financement. Le recours au levier

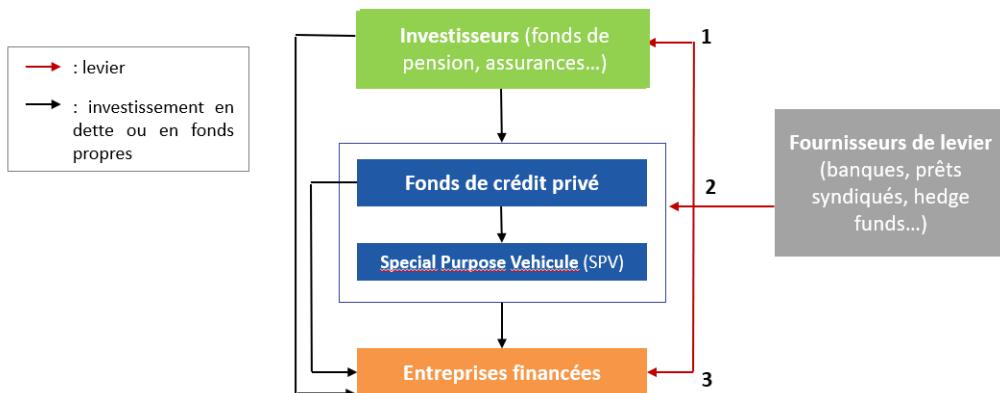
²² EDF (2025), « [EDF annonce la signature d'un accord avec Apollo pour l'émission d'emprunts obligataires non cotés d'un montant total maximum de 4,5 milliards de livres sterling](#) », 20 juin.

²³ PitchBook (2025), « [European direct lending volume grows in Q2, driven by jumbo deals](#) », 29 juillet.

²⁴ Voir à ce sujet [l'Évaluation des risques du système financier français](#) de juin 2023.

permet d'augmenter la performance des fonds, de faire face à des besoins temporaires de liquidité et de compenser le ralentissement des levées de fonds. L'identification de ce levier est rendue difficile par des données peu nombreuses et souvent incomplètes. D'après un rapport de l'*Alternative Credit Council*²⁵, la part des fonds sans effet de levier est passée de 42 % en 2016 à 31 % en 2024 et la part des fonds avec un effet de levier compris entre 10 % et 150 % est passée de 33 % à 51 %. Si les banques demeurent les principaux fournisseurs de financement pour les fonds de crédit privé, d'autres sources de financement progressent, telles que les assureurs ou les autres gestionnaires d'actifs (cf. ci-après).

Schéma 2.1 : Illustration des niveaux de mobilisation de levier dans une opération de crédit privé



Sources : FMI, IOSCO.

Un risque de liquidité limité, mais qui varie en fonction du type de véhicule

Les véhicules de crédit privé sont traditionnellement des fonds fermés, présentant une durée de vie fixe, pendant laquelle les investisseurs s'engagent à maintenir leur capital bloqué. Cette caractéristique permet d'aligner l'horizon d'investissement du fonds sur la liquidité des actifs sous-jacents et ainsi de réduire le risque d'inadéquation de liquidité (*liquidity mismatch*). Sans possibilité de rachat anticipé, le gestionnaire peut se concentrer sur la maximisation de la performance du fonds, sans se soucier des mouvements des investisseurs.

Cependant, l'ouverture des marchés privés à la clientèle de détail a favorisé le développement de fonds semi-liquides, permettant des rachats anticipés ponctuels. Ces véhicules d'investissement sont généralement perpétuels (*evergreen*), c'est-à-dire qu'ils sont établis pour une durée illimitée, ou plus souvent pour une période renouvelable de quatre-vingt-dix-neuf ans. Le nombre de structures de ce type ainsi que la taille de leurs actifs sont en nette augmentation depuis 2020. Au niveau global, les actifs sous gestion en crédit privé gérés par des structures semi-liquides ou ouvertes dépassent les 500 milliards de dollars²⁶. En Europe, où cette tendance accélère à la faveur du règlement ELTIF 2 et de l'introduction du format LTAF au Royaume-Uni (cf. encadré 2.1), le nombre de fonds adoptant ce format est en forte croissance (cf. graphique 2.3), malgré des actifs sous gestion encore modestes. Environ 60 % des ELTIF sont domiciliés au Luxembourg²⁷. Aux États-Unis, cette tendance est liée au développement des BDC (cf. graphique 2.4), lesquelles peuvent être de plusieurs formes : les BDC cotées, dont les parts sont librement négociées sur les marchés publics, et les BDC non cotées, qui permettent des rachats périodiques²⁸. Parmi ces dernières, les BDC perpétuelles se caractérisent par l'absence d'horizon de liquidation et par une levée de capital continue.

²⁵ AIMA, « [Financing the economy 2024](#) ».

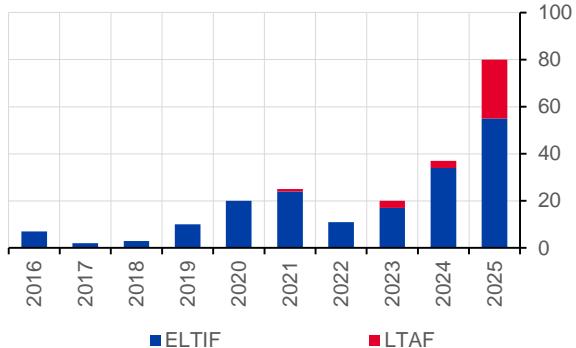
²⁶ S&P Global (2025), [Evergreen credit AuM surpasses \\$500bn](#), mars.

²⁷ [Registre](#) tenu par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA).

²⁸ L'une des plus importantes est le fonds BCRED, géré par Blackstone et qui totalise 79 milliards de dollars d'investissement.

Graphique 2.3 : Nombre d'ELTIF et de LTAF en Europe (non uniquement consacrés à du crédit privé)

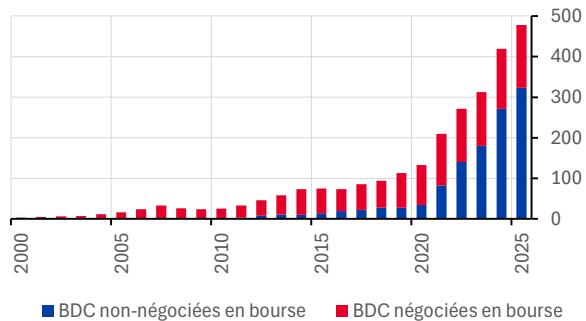
x : axe temporel / y : nombre de fonds



Note : les LTAF, introduits au Royaume-Unis en 2021, constituent une catégorie juridique spécifique conçue pour faciliter l'investissement dans des actifs illiquides, à l'instar des ELTIF dans l'Union européenne.
Source : Preqin.

Graphique 2.4 : Actifs sous gestion des BDCs aux États-Unis

x : axe temporel / y : actifs sous gestion (en milliards de dollars)

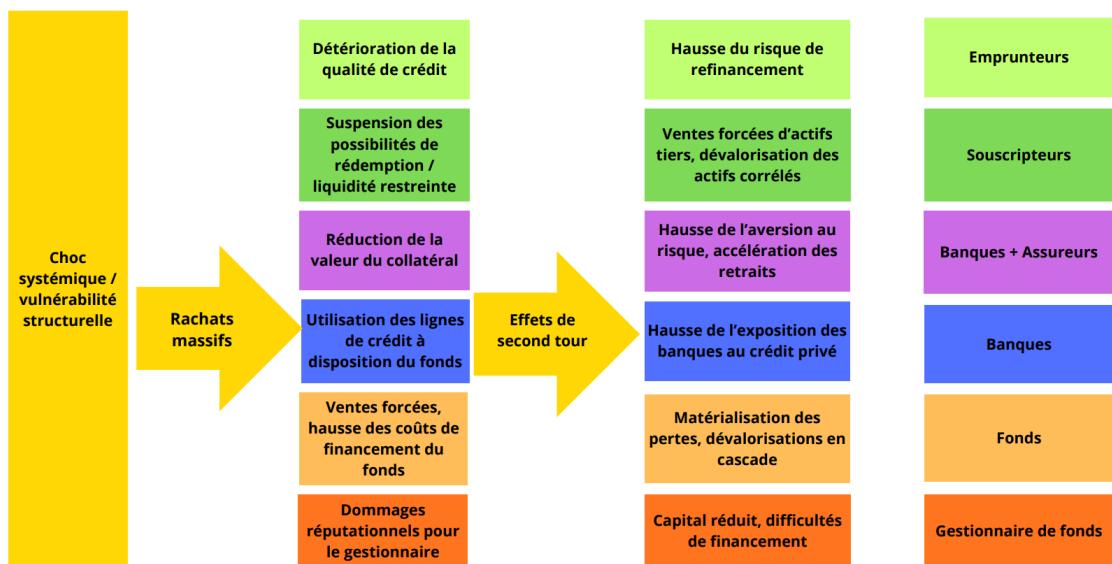


Note : données au dernier trimestre de chaque année.

Source : Chernenko (S.), Ialenti (R.), Scharfstein (D.S.), (2025).

Si la possibilité d'effectuer des rachats anticipés permet de mieux répondre aux attentes de la clientèle de détail, elle génère un risque d'inadéquation entre la liquidité de l'actif du fonds (des prêts non cotés, par nature illiquides) et la liquidité de son passif (le capital des souscripteurs). En raison de leur dimension relativement nouvelle, la résilience de ces fonds semi-liquides n'a encore jamais été éprouvée en période de retournement économique prolongée. Un retournement du marché pourrait ainsi susciter des demandes de rachat en très grand nombre de la part des souscripteurs, obligeant le gestionnaire du fonds à vendre précipitamment une partie de ses actifs à prix cassé. Par un effet de boucle rétroactive, ces ventes forcées seraient de nature à accentuer l'aversion au risque des acteurs du marché et à réduire encore davantage la liquidité. Pour atténuer ce risque, ELTIF 2 prévoit que les gestionnaires d'actifs disposent d'outils de gestion de la liquidité, tels que la mise en œuvre de plafonds de rachat pour une période définie et la création de poches d'actifs liquides au sein du fonds. Pour répondre aux demandes de sortie, les gestionnaires peuvent par ailleurs recourir aux éventuelles lignes de crédit à leur disposition, ce qui peut en retour accroître leur risque de refinancement et renforcer leurs interconnexions avec le reste du système financier.

Schéma 2.2 : Transmission d'un choc de liquidité sur le marché du crédit privé



Source : Banque de France.

2.2. Les interconnexions se développent avec les secteurs bancaire et assurantiel

L'essor rapide du marché du crédit privé s'est accompagné du développement de multiples formes d'interconnexions entre les prêteurs non bancaires et le reste du système financier. Acharya (V.V), Cetorelli (N.) et Tuckman (b.) (2024)²⁹ soutiennent que la montée en puissance des fonds de dette privée et, plus largement, des intermédiaires financiers non bancaires (NBFI), ne correspond pas à une simple migration du risque hors des banques, mais se traduit par une reconfiguration progressive des risques au travers des expositions croisées entre banques et NBFI et de l'évolution conjointe de leurs modèles d'activités. Cette dynamique de reconfiguration, qui apparaît plus avancée aux États-Unis qu'en Europe, peut avoir des effets positifs, notamment en permettant aux banques d'optimiser leurs exigences en fonds propres et en renforçant la capacité globale du système financier à soutenir l'économie. Elles génèrent toutefois de nouvelles vulnérabilités, tant pour les banques que pour les fonds, qui doivent être mesurées et gérées de manière adéquate par les intermédiaires. L'exposition des banques aux fonds de crédit privé reste faible au regard du total de leurs actifs, mais leur croissance rapide et la complexification des interconnexions entre acteurs appelle à un renforcement de la transparence pour les autorités et pour le marché.

Un équilibre en évolution entre concurrence et partenariats entre les banques et les fonds sur le marché du financement des entreprises

Si la croissance du crédit privé se traduit par une montée en puissance tendancielle des fonds d'investissement sur certains segments traditionnellement occupés par les banques, la dynamique de concurrence comporte des effets de balancier entre les modes de financement. Ainsi, en 2024 les emprunteurs ont profité d'une amélioration des conditions de financement sur le marché des prêts bancaires syndiqués et des obligations publiques pour refinancer des crédits privés³⁰. Ces évolutions suggèrent le

²⁹ Acharya (V. V.), Cetorelli (N.) et Tuckman (B.) (2024), [Where Do Banks End and NBFI Begin?](#), avril.

³⁰ Selon l'Alternative Credit Council, une grande partie de l'activité des prêts bancaires syndiqués (BSL) et des émissions d'obligations *high yield* (HY) au premier semestre 2024 consistait à refinancer des prêts accordés initialement par des fonds de crédit privé (64 % du marché BSL et 88 % du marché HY). [Financing-the-Economy-2024 \(3\).pdf](#)

maintien d'une dynamique de concurrence (comportant une dimension cyclique) entre banques et fonds de crédit, comme l'atteste également la présence continue des banques sur le marché des prêts à effet de levier.

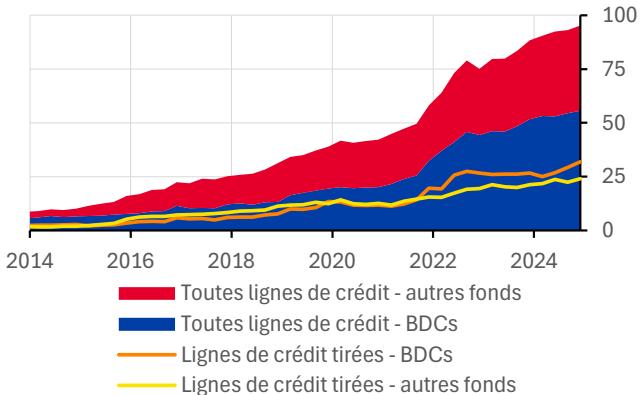
Face au développement du crédit privé, les banques s'adaptent aussi en développant des partenariats avec les acteurs du crédit privé, notamment en mettant en œuvre des accords d'octroi puis de cession de crédits (*originate-to-distribute*). Concrètement, les établissements bancaires mettent à profit leur réseau de clientèle et leur expertise pour mettre en place des prêts (origination) qui sont ensuite cédés à des entités de crédit privé. Cette stratégie présente l'avantage pour les banques d'entretenir leurs relations avec leur clientèle et d'accroître leurs revenus de commissions, tout en mobilisant moins leur bilan et leur capital réglementaire. Pour les prêteurs privés, ce type d'accord leur permet de renforcer et de diversifier leurs flux de crédits. Plusieurs partenariats ont été rendus publics entre des gestionnaires d'actifs et des banques, en Europe comme aux États-Unis. Ils peuvent prendre plusieurs formes et recouvrir une simple origination par les banques sans apport de financement bancaire, ou bien à l'inverse consister en un co-investissement entre des fonds de crédit privé et une banque. Les opérations de titrisation synthétique s'inscrivent dans cette logique de partenariat entre les banques et les NBFI, en leur permettant de partager le risque de crédit tout en conservant la relation commerciale avec les emprunteurs (cf. encadré 1.4).

Les banques fournissent du levier aux véhicules de crédit privé

Le financement bancaire accompagne le développement du crédit privé. Les structures de crédit privé font une utilisation croissante, bien qu'hétérogène, du levier (cf. partie 2.1), avec une progression rapide du financement bancaire. La Réserve fédérale américaine a ainsi mis en exergue le remarquable essor aux États-Unis des prêts bancaires aux *business development companies* (BDC) et aux autres fonds de crédit privé, dont les montants engagés sont passés de 7,8 milliards de dollars début 2013 à plus de 95,2 milliards de dollars fin 2024. Ce montant reste limité par rapport au total des prêts des banques américaines aux intermédiaires financiers non bancaires (2 300 milliards de dollars à fin 2024). D'autres estimations pointent vers des volumes de prêts plus importants. Moody's estime l'exposition bancaire au crédit privé à environ 280 milliards de dollars pour les banques américaines et 140 milliards de dollars en Europe (Royaume-Uni compris) fin 2023. La difficulté à mesurer précisément ces expositions pour les autorités s'explique par une granularité insuffisante des états financiers et par la complexité des relations entre les banques et les fonds. Selon une enquête *ad hoc* menée par la Banque centrale européenne (BCE)³¹, l'exposition des grandes banques de la zone euro aux fonds de crédit privé est limitée mais peut intervenir à plusieurs niveaux de la chaîne de financement (fonds, entreprises débitrices, investisseurs). De manière générale, les acteurs les plus exposés à cette classe d'actifs sont les grandes banques de financement et les principaux gestionnaires d'actifs mondiaux.

³¹ Buch (C.) (2025), « [Hidden leverage and blind spots: addressing banks' exposures to private market funds](#) », *The Supervision Blog*, BCE, juin.

Graphique 2.5 : Lignes de crédit tirées et non tirées mises à disposition des véhicules de crédit privé aux États-Unis
 x : axe temporel / y : montants (en milliards de dollars)



Source : Réserve fédérale des États-Unis.

Les instruments utilisés consistent le plus souvent en des lignes de crédit collatéralisées qui interviennent à plusieurs stades du cycle de vie des fonds et reposent sur des sous-jacents hétérogènes (cf. tableau 2.1).

Adossées aux engagements des investisseurs ou aux actifs détenus en portefeuille, certaines de ces facilités peuvent être structurées par des entités spécifiques (*special purpose vehicle*, SPV) et reprendre, pour partie, des logiques proches de la titrisation. Elles permettent aux fonds d'ajuster leur liquidité, d'anticiper les appels de capital ou de mobiliser du levier. Au-delà de leurs caractéristiques techniques, ces instruments présentent des risques transversaux : vulnérabilité à la qualité du collatéral, dépendance à des actifs illiquides ou en cours de constitution, sensibilité aux valorisations, et exposition accrue aux tensions de liquidité en cas de stress de marché ou d'appels de capital défaillants.

Tableau 2.1 : Typologie des principales facilités bancaires aux fonds de crédit privé selon le collatéral utilisé

Type de collatéral	Instrument(s)	Objectif	Phase d'utilisation	Structure
Engagements de investisseurs (LP / GP)	<i>Subscription facilities</i>	Fournir une liquidité immédiate avant les appels de capital pour financer rapidement des investissements : réduire les délais opérationnels (<i>bridge financing</i>) et lissage des appels de fonds	Début de vie (phase d'investissement initiale)	Généralement, prêt direct au fonds (ligne de crédit renouvelable).
Valeur nette du portefeuille (NAV)	<i>NAV financing</i>	Générer de la liquidité ou du levier à partir des actifs existants pour (re)financer des investissements, ou distribuer aux investisseurs avant la liquidation des actifs	Maturité (portefeuille déjà constitué)	Généralement, ligne de crédit accordée via un SPV ou directement au fonds.
Portefeuille de prêts accordés par le fonds	Facilités de prêts à un SPV ad hoc lié au fonds	Mobiliser du levier sur les actifs détenus pour augmenter la capacité d'investissement et la performance	Intermédiaire ou maturité du fonds	Généralement ligne de crédit, plus rarement prêts à terme.
	Facilités de prêts accordées directement à une BDC (Etats-Unis uniquement)		Activité continue pour les prêts aux BDC	Les prêts via SPV peuvent être structurés en différentes tranches de risques (titrisation)
Prêts accumulés avant qu'ils ne soient titrisés	<i>Warehouse facilities</i>	Financement relais pour « stocker » des prêts en vue d'une titrisation ultérieure (type CLO).	Phase d'agrégation (pré-CLO)	SPV « d'entrepôt temporaire »

Note : la « phase d'utilisation » mentionnée dans le tableau renvoie au cycle de vie économique du fonds, et non à la maturité contractuelle des facilités ;

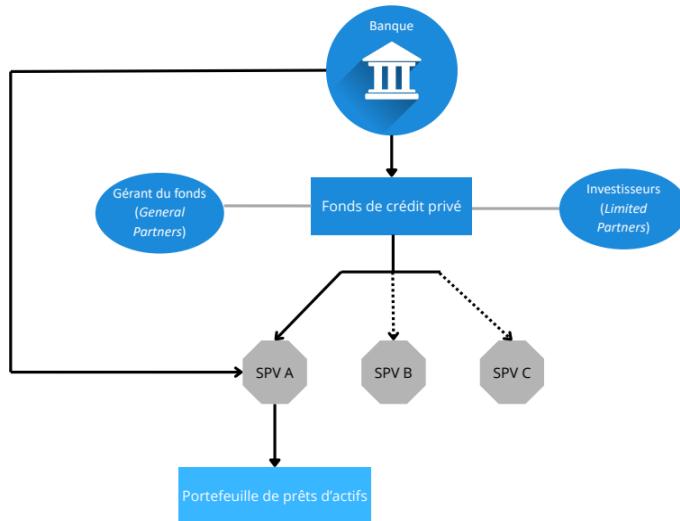
Source : Banque de France

La structuration des prêts des banques aux fonds de crédit privé permet de réduire leur exposition aux risques et leurs exigences en fonds propres par rapport à des prêts directs aux entreprises. En effet, les exigences en fonds propres pour les établissements bancaires finançant directement les fonds de crédit privé sont généralement moins élevées que celles qui sont liées au financement direct des entreprises sous-jacentes, du fait de certaines spécificités des financements octroyés aux fonds (niveau de seniorité élevé du prêt, recours à une sur-collatéralisation des garanties prises). En finançant des fonds de crédit privé plutôt que les entreprises sous-jacentes, les banques ne portent pas directement le risque de crédit de ces dernières. Le risque est appréhendé au niveau de la contrepartie (fonds ou SPV) et des garanties prises. Il apparaît que les banques traitent certaines de ces expositions comme des investissements en titrisation, réduisant ainsi leur pondération en risque par rapport à des prêts classiques, et donc les exigences en fonds propres. Cette mécanique semble ainsi largement adoptée par les institutions de plusieurs juridictions, même si des divergences existent dans les cadres réglementaires sur le risque de crédit en raison de différences de transposition du cadre bâlois. Quelques articles académiques sur le sujet³², sur le marché américain, suggèrent une pondération en risque proche de 20 % pour le financement des établissements bancaires auprès des fonds de dette privée. Ce niveau de pondération s'expliquerait, au moins pour les BDC, par les schémas de titrisation retenus par les établissements bancaires pour constituer la garantie juridique du financement.

La complexité de ces expositions nécessite un cadre de gestion des risques adapté de la part des banques. Même si ces prêts sont généralement surcollatéralisés et prioritaires dans le rang des créances, les banques s'exposent à des pertes en cas de retournement de la situation économique. Ce risque peut être renforcé par la difficulté à valoriser ces prêts en raison d'un manque d'information sur les actifs des fonds. Au-delà du risque de crédit, ces expositions pourraient poser un risque de liquidité pour les banques si un grand nombre de fonds mobilisaient simultanément ces lignes de crédit en situation de tension. La BCE a mis en avant l'importance pour les banques de gérer les risques associés à leur exposition à l'écosystème des marchés non cotés de façon holistique, compte tenu de leur imbrication.

³² Voir par exemple la description du mécanisme faite dans [Chernenko \(S.\), Ialenti \(R.\) et Scharfstein \(D. S.\) \(2025\), *Bank Capital and the Growth of Private Credit*, 14 janvier](#).

Schéma 2.3 : Exemple d'un financement pour un fonds de crédit privé



Note : les flèches noires désignent les prêts, les flèches en pointillées d'autres investissements similaires dans d'autres SPV.
Source : Banque de France.

Une exposition croissante des assureurs au crédit privé

La mesure de l'exposition des assureurs au crédit privé n'est pas univoque et fait l'objet de nombreux travaux sur le plan méthodologique. Suivant le niveau d'exhaustivité retenu, la notion de crédit privé peut, pour le secteur assurantiel, intégrer les prêts et obligations non cotés ou non-échangeés sur les marchés, ainsi que l'exposition aux fonds (spécialisés ou non) détenant ce type de placement. Selon la définition retenue en l'état par l'*European insurance and occupational pensions authority* (EIOPA) et les chiffrages effectués³³, l'exposition des assureurs a augmenté ces dernières années au niveau européen et représente au deuxième trimestre 2025 5,8 % de l'actif contre 5,1 % au quatrième trimestre 2024 et au quatrième trimestre 2023.

L'exposition des assureurs français en titres de dette non-cotée émis par des entreprises du secteur non-financier constitue en pratique une part limitée des 2,8 % des expositions (soit 81 milliards d'euros) qui sont essentiellement issus de titres du secteur financier ou immobilier. Les pays les plus exposés en Europe sont les Pays-Bas (22 %), la Belgique (10,6 %), et l'Allemagne (7,9 %). L'exposition calculée ainsi relève toutefois de diverses formes de crédit privé à plusieurs secteurs de l'économie. Au niveau européen, seuls 25 % du total de l'exposition mesurée par l'EIOPA concernent le financement du secteur non-financier, hors particuliers. Les prêts aux personnes physiques, très marginaux pour les assureurs français, représentent 32 % du total des expositions européennes, tandis que 24 % des expositions sont sur le secteur financier, et 7 % relèvent d'expositions intra-secteur assurantiel (par exemple dette subordonnée).

Dans le régime Solvabilité 2, les différences de traitement entre les dettes privées et les obligations concernent le calcul de la charge en capital au titre du risque de taux d'une part, et du risque de spread d'autre part. Les prêts sont eux, traités par le risque de contrepartie. La dette non notée par les agences (comme la dette privée) fait l'objet de chocs de spread inférieurs aux obligations high yield. Par exemple, pour une dette non cotée de maturité dix ans, le choc serait de 23,5 %, contre 35 % pour une obligation notée BB et 58,5 % pour une obligation de notation inférieure. La faible liquidité du marché de la dette non cotée peut engendrer un risque de décotes importantes en cas de vente forcée. Cette situation reste toutefois théorique dans le cas des assureurs, qui ont le plus souvent des stratégies de détention jusqu'à l'échéance. Ces titres

³³ EIOPA (2025), *Financial Stability Report*, 15 décembre, p. 11 et suivantes.

constituent par ailleurs des actifs de diversification et sont détenus de façon concomitante à des titres plus liquides.

Une complexification des financements de fonds, largement impulsée par le marché américain

Les fonds de crédit privé américains intensifient leur recours aux instruments structurés obligataires pour lever des capitaux et optimiser les rendements. Au-delà du financement bancaire, les fonds de crédit privé peuvent recourir à des émissions de titres de dette pour se financer et augmenter leur effet de levier. Les caractéristiques de ces instruments sont présentées dans le tableau 2.2. Dans le cas des *collateralized loan obligations (CLO)* de crédit privé, des prêts originés par un fonds de crédit privé sont regroupés dans un véhicule de titrisation, qui finance leur acquisition par l'émission de tranches de dette et de fonds propres de séiorité différente. Les flux générés par les prêts sous-jacents sont redistribués selon une hiérarchie prédefinie, les tranches les plus senior bénéficiant d'une priorité de paiement et d'un risque plus faible. En pratique, les CLO de crédit privé sont généralement adossés à des prêts originés par des fonds gérés par un même gestionnaire. Les fonds ou leurs gestionnaires conservent fréquemment la tranche la plus subordonnée (*equity*), demeurant exposés en premier ressort aux pertes potentielles. Aux États-Unis, les émissions de CLO de crédit privé représentent désormais près de 20 % du marché total des CLO, contre 5 % en 2015. Le marché européen reste embryonnaire : les acteurs du marché soulignent que les conditions de diversification nécessaires à l'émission de CLO par les fonds de crédit privé y sont plus difficiles à réunir en raison de la taille plus réduite des portefeuilles éligibles et de la moindre profondeur du marché. Parallèlement, les *private rated notes (PRN)*, qui sont des obligations privées émises par les fonds et bénéficiant de notations non publiques, connaissent une expansion rapide, notamment aux États-Unis. Elles offrent un surcroît de rendement par rapport aux obligations *investment grade* traditionnelles (de l'ordre de 100 points de base) et atteignent désormais un encours d'environ 422 milliards de dollars, principalement au bilan des assureurs-vie américains.

Tableau 2.2 : Typologie des instruments de titrisation utilisés par les fonds de crédit privé				
Instrument	Structure	Objectifs	Caractéristiques techniques	Estimation de la taille du marché en 2024
CLO de crédit privé (ou Middle Market CLO)	Portefeuille de prêts à effet de levier originés par les fonds, titrisé par un SPV émettant plusieurs tranches obligataires.	Lever du capital et créer des actifs notés attractifs pour les institutionnels.	<ul style="list-style-type: none"> - Tranches equity plus larges et AAA plus petites que dans les CLO traditionnels. - Portefeuilles plus seniors et garantis ; moins de covenant-lite. - Rétention fréquente de la tranche equity par le gérant. 	Aux États-Unis, environ 200 milliards de dollars sur un total de 1000 milliards de dollars
CFO de crédit privé	Portefeuille de parts de fonds de crédit privé refinancé par un SPV émettant des tranches obligataires.	Générer de la liquidité, accélérer les distributions aux investisseurs et obtenir des tranches notées <i>investment grade</i> .	<ul style="list-style-type: none"> - Tranches typiques : senior A+, junior BBB. - Superposition de dette sur des portefeuilles déjà leviers. - Valorisation basée sur des modèles internes et des données déclaratives. 	Marché en expansion, volumes difficiles à estimer.
PRN	Titres obligataires émis par un master ou feeder fund, notés de manière privée par une agence.	Permettre un investissement obligataire conforme aux contraintes prudentielles.	<ul style="list-style-type: none"> - Notation privée non publiée. - Format obligataire compatible Solvabilité II. - Usage fréquent dans des structurations intra-groupe. 	Environ 422 milliards de dollars principalement détenus au bilan des assureurs-vie américains

Source : Banque de France.

Ces instruments répondent à la demande d'actifs notés de la part des investisseurs institutionnels, mais pourraient renforcer la complexité et l'opacité de l'écosystème du crédit privé et amplifier la transmission d'éventuels chocs. Cette évolution s'inscrit en effet dans un contexte de forte demande d'actifs notés de catégorie *investment grade* plutôt que de parts de fonds de la part des investisseurs institutionnels, notamment des assureurs-vie américains, en raison d'un traitement prudentiel plus favorable. Ces

instruments apparaissent toutefois moins liquides et plus difficiles à valoriser que des obligations classiques. Ainsi, les CLO de crédit privé sont généralement adossés à des prêts plus risqués et bénéficient d'un marché secondaire moins actif que les prêts syndiqués des CLO traditionnels. D'autres structures, comme les *collateralized fund obligations* (CFO) de crédit privé impliquent la création de couches supplémentaires de dette, qui complexifient la lecture du levier économique réel et limitent la capacité des autorités à en suivre l'évolution.

La plus grande opacité de ces opérations est aussi illustrée par le risque de « *ratings shopping* » dans les cas des PRN, les émetteurs pouvant être incités à solliciter l'agence la plus susceptible d'attribuer une notation favorable ou à structurer les portefeuilles en conséquence. Ces éléments ont soulevé des préoccupations de la part du superviseur américain des assurances en matière de transparence, de gouvernance et de qualité du signal fourni par les notations.

Encadré 2.2 : Opérations de réassurance « asset intensive » et liens avec les marchés d'actifs non cotés

Par Frédéric AHADO, Raphaël GORRAND

Les interconnexions entre les gestionnaires d'actifs privés et les assureurs-vie aux États-Unis se sont fortement développées. Cette tendance passe notamment par une augmentation de la part des assureurs-vie américains détenus par des gestionnaires d'actifs privés depuis 2010 et s'accompagne d'une hausse des détentions d'actifs alternatifs, moins liquides et plus complexes que les actifs traditionnels, comme des actifs privés ou des CLO. Par ailleurs, le marché de l'assurance-vie au Etats-Unis se caractérise par la croissance des accords de réassurance exploitant les différences réglementaires entre les juridictions. Bien que peu présentes en Europe, ces dynamiques sont susceptibles de complexifier l'analyse des interconnexions dans l'écosystème du crédit privé et ses liens avec les assureurs.

Les opérations de réassurance désignent des transactions dans lesquelles un assureur transfère une partie de ses risques associées aux polices d'assurance (mortalité, sinistre, etc.) à un réassureur. Parmi les contrats de réassurance, les transactions à forte intensité d'actifs, ou "asset intensive", désignent celles où les actifs financiers et leur gestion sont également transférées au réassureur. Le réassureur porte alors, en plus du risque lié au contrat d'assurance, le risque financier lié à la gestion des actifs détenus auparavant par l'assureur. Ces opérations de réassurance à forte intensité d'actifs³⁴ entraînent le transfert de la gestion de volumes importants d'actifs au réassureur, souvent établi dans un pays tiers, et portent sur des portefeuilles d'assurance-vie (épargne, retraite) dont la profitabilité s'est trouvée dégradée au cours de la période de taux bas, et pour lesquels le niveau des garanties (par exemple via des taux garantis) représentait une charge non négligeable pour les assureurs compte tenu du rendement des actifs traditionnels. Les actifs cédés peuvent être investis par le réassureur sur des titres non cotés ou des fonds gérés par le gestionnaire d'actifs auquel le réassureur est lié, la cédante pouvant par ailleurs être impliquée dans la définition de la stratégie d'investissement qui sera mise en œuvre.

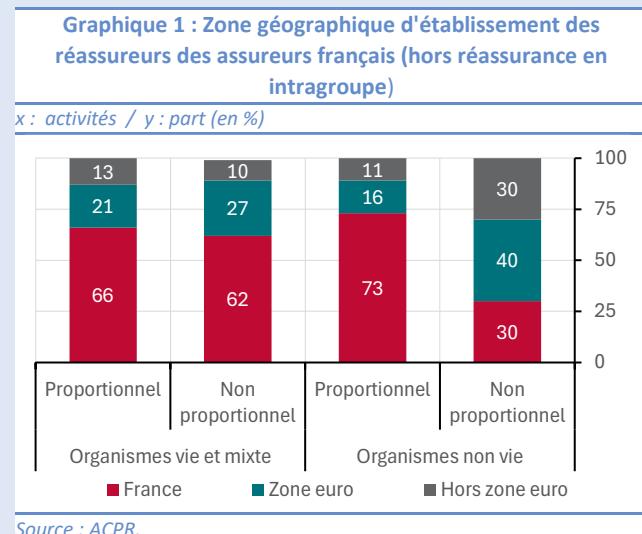
Le développement de ces formes de réassurance est concomitant au développement des investissements dans les actifs non cotés parmi lesquels les actifs relevant du crédit privé, afin de soutenir le rendement des portefeuilles en tirant parti des primes de liquidité, les portefeuilles d'assurance vie constituant des engagements de très long terme. En particulier, l'augmentation de ces transactions accompagne le développement croissant de relations d'affiliation entre les gestionnaires d'actifs privés et les assureurs, principalement aux Etats-Unis³⁵. Cette dynamique permet aux gestionnaires d'actifs de

³⁴ Garavito (F.), Lewrick (U.), Stastny (T.) et Todorov (K.) (2024), « [Shifting landscapes: life insurance and financial stability](#) », BIS Quarterly Review, septembre.

³⁵ Dans certains cas, la mise en place de ces opérations de réassurance est précédée du rachat de l'assureur lui-même par le gestionnaire d'actifs.

capter les flux financiers liés aux assureurs vie qui peuvent notamment être réinvestis dans des actifs émis par des fonds de crédit privé liés au même gestionnaire³⁶. Au-delà des synergies portant sur les investissements proposés par les gestionnaires d'actifs, ces schémas de réassurance permettent de tirer parti d'écart entre les régimes prudentiels et fiscaux entre les différentes juridictions impliquées.

Les réassureurs bermudiens sont les principaux acteurs sur le marché de la réassurance dite « *asset intensive* » et les assureurs qui ont recours à ce type de réassurance sont principalement concentrés aux États-Unis. D'après un rapport de la *Bermuda Monetary Authority* publié en mars 2025³⁷, les États-Unis concentrent en effet 70 % des opérations menées par les réassureurs bermudiens, contre seulement 2 % pour l'Europe (hors UK). À l'inverse, ce type d'opérations n'existe pas ou peu en France et les opérations de réassurance en France sont généralement des opérations domestiques, et intragroupes. La réassurance de certaines activités peut avoir une dimension internationale, mais, de manière générale, les assureurs français sont peu dépendants des réassureurs établis hors de la zone euro : hors réassurance intragroupe, les primes cédées à ces derniers représentent environ 14 % des cessions. Cette part atteint cependant 30 % pour la réassurance non proportionnelle³⁸ des activités non-vie (principalement Responsabilité Civile générale et dommages aux biens), notamment en Suisse, au Royaume-Uni, aux Bermudes et aux États-Unis. Les assureurs vie et mixte sont concernés à hauteur de seulement 13 % (quasi-exclusivement en assurance proportionnelle), essentiellement sur leurs activités santé et prévoyance et de manière marginale sur l'assurance vie en euros (cf. graphique 1).



³⁶ Carlino (S.), Foley-Fisher (N.), Heinrich (N.), and Verani (S.) (2025). « [Life Insurers' Role in the Intermediation Chain of Public and Private Credit to Risky Firms](#) », FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, March 21.

³⁷ Bermuda Monetary Authority (2025), « [Insights and Reflections on Asset Intensive Reinsurance in Bermuda](#) », mars.

³⁸ Dans le cadre de la réassurance proportionnelle (par exemple traités dits en *quote part*), l'assureur cède au réassureur un même pourcentage, pouvant atteindre 100 %, (1) des primes, (2) des sinistres et (3) des provisions techniques. À l'inverse, dans un traité de réassurance non-proportionnelle, le réassureur n'intervient qu'après un certain montant de sinistre (effet de seuil). Ces traités non-proportionnels sont adaptés au transfert des risques de catastrophe (notamment en non-vie), tandis qu'un traité proportionnel se traduit par une externalisation auprès du réassureur d'une partie de l'activité. La réassurance à forte intensité d'actifs relève généralement de traités proportionnels.

2.3 Des dynamiques de recomposition qui se poursuivent

Dans un cadre de concurrence accrue, le risque de crédit se renforce

Le risque de crédit porté par cette classe d'actifs a évolué avec le niveau des taux, le contexte macroéconomique incertain et la mutation de la population d'emprunteurs. En plus d'un déplacement vers le segment des grandes entreprises et des transactions impliquant de larges volumes de financement, les niveaux de levier mobilisés par les entreprises financées dans les nouvelles opérations de crédit privé ont légèrement augmenté. En Europe, la part des financements accordés à des entreprises dont la dette représente plus de cinq fois l'EBITDA est ainsi passée de 12,2 % au premier trimestre 2025 à 17,9 % des nouvelles transactions³⁹, mais demeure inférieure à celle qui était observée en 2022 autour de 35 %. La qualité de crédit demeure relativement faible, concentrée autour des notations BB et B. En outre, la population des emprunteurs apparaît concentrée autour de quelques secteurs à fort potentiel de croissance, ce qui pourrait accroître le risque de défauts corrélés.

Par ailleurs, le développement du marché du crédit privé et l'accumulation de capitaux à investir ("poudre sèche") ont conduit à renforcer la concurrence entre prêteurs. Plusieurs acteurs du marché mentionnent que le développement de BDC perpétuelles, à levées de fonds continues, contribue à renforcer cette concurrence car, contrairement aux fonds classiques, les capitaux collectés sont immédiatement disponibles. Dans ces circonstances, les gestionnaires d'actifs non cotés ont pu être amenés à assouplir leurs critères d'octroi de financements, en réduisant par exemple le nombre de clauses financières (*covenants*) associées aux opérations de taille intermédiaire⁴⁰, rapprochant les modalités de ces financements des conditions des prêts syndiqués bancaires. Cet appétit pour le risque est confirmé par la compression récente des spreads sur ces transactions qui s'affichent désormais rarement au-dessus de SOFR + 500 points de base, en nette baisse depuis 2024.

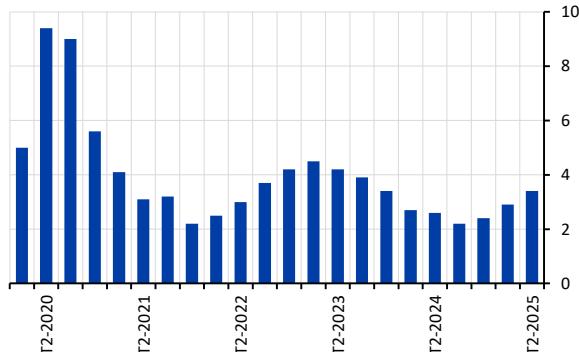
Dans le même temps, des facilités de remboursement des prêts et de paiement des intérêts se sont développées, telles que la capitalisation des intérêts ou « *payment-in-kind* » (PIK). Les PIK peuvent avoir lieu dès l'origination du prêt, permettant d'augmenter le levier associé à la transaction, ou en cas de difficulté de remboursement du débiteur pour éviter un défaut. Ces facilités constituent des gages de compétitivité pour les prêteurs privés, mais elles peuvent également contribuer à masquer le risque de crédit et à retarder des défauts, particulièrement lorsqu'elles sont mises en œuvre de manière discrétionnaire au cours du contrat. Ainsi, si les défaillances sur les crédits privés demeurent inférieures à 1,5 % des encours aux États-Unis, le taux de défaillance incluant les défauts sélectifs (c'est-à-dire la restructuration des prêts, les défaillances sur les *covenants* et le recours au PIK) est supérieur à 4 % (cf. graphique 2.7). Par ailleurs, l'environnement macroéconomique incertain contribue à accentuer les difficultés de certaines sociétés débitrices, exposant les véhicules de crédit privé à un risque de crédit accru.

³⁹ Deloitte (2025), *Private Debt Deal Tracker Europe*, automne.

⁴⁰ Les opérations les plus importantes ne sont généralement pas soumises à des *covenants*.

Graphique 2.6 : Taux de défaillance sur les covenants des prêts directs (*direct lending*) en Europe

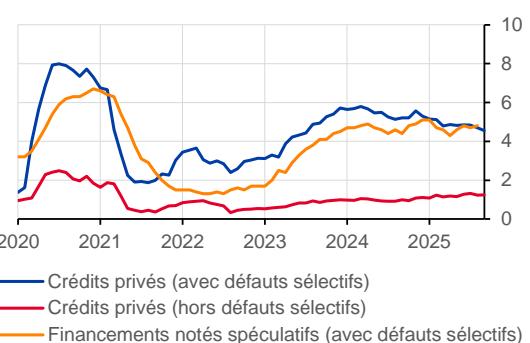
x : axe temporel / y : taux de défaillance (en %)



Source : Lincoln International.

Graphique 2.7 : Taux de défaillance sur les crédits privés et les financements de catégorie spéculative aux États-Unis

x : axe temporel / y : taux de défaillance (en %)



Note : les défauts sélectifs incluent les défaillances sur les covenants et le recours par l'emprunteur à la capitalisation des intérêts (*payment-in-kind*).

Source : S&P Global.

Dans ce contexte, la complexification des stratégies de financement employées par les fonds de crédit privé est susceptible de masquer des vulnérabilités des débiteurs. Des événements récents de crédit aux États-Unis (encadré 2.3) ont mis en avant les risques liés à l'usage de financements hors-bilan opaques, l'importance du maintien de critères stricts pour l'octroi de crédit et de la transparence sur ce marché.

Encadré 2.3 : Les faillites de First Brands et Tricolor : risques associés au manque de transparence dans le crédit privé

Par *Edith STOJANOVIC*

Fin septembre 2025, les faillites successives aux États-Unis du concessionnaire automobile Tricolor, spécialisé dans les financements subprimes, et du fournisseur de pièces automobiles First Brands ont souligné certaines vulnérabilités associées au marché du crédit et aux interconnexions croissantes entre les acteurs bancaires et non bancaires. Ces deux entreprises américaines ont eu recours à de multiples financements de plusieurs natures fournis par des acteurs bancaires (par l'intermédiaire de prêts syndiqués et des lignes de crédit) et du crédit privé, dont une partie par des financements collatéralisés de façon supposément frauduleuse. Les financements collatéralisés (désignés par la stratégie d'*asset-based finance*) sont adossés à des actifs réels de tous types, qui peuvent ainsi s'appuyer sur des infrastructures, des inventaires ou des machines, mais également sur des mécanismes d'affacturage ou d'affacturage inversé, dans lequel une entreprise propose une solution d'affacturage à ses fournisseurs pour leurs créances. Lorsque First Brands s'est déclarée en faillite après avoir échoué à refinancer sa dette, le niveau de celle-ci s'élevait à 6 milliards de dollars, mais l'entreprise était également débitrice d'environ 6 milliards de dollars obtenus par des financements hors-bilan adossés à des factures, des expositions largement sous-estimées par les prêteurs et pour lesquelles First Brands est accusée de fraude. Tricolor est accusée d'avoir utilisé plusieurs fois les mêmes actifs comme collatéral pour obtenir des financements auprès de banques et de fonds de crédits privés.

Ces deux faillites ne sont pas uniquement liées à des acteurs du crédit privé, et se sont propagées au sein du système financier en raison des expositions croisées. Plusieurs banques ont été touchées, notamment J.P. Morgan et Barclays, exposées à la dette de Tricolor pour respectivement 200 millions et 110 millions

de dollars. Certaines banques ont également été touchées par l'intermédiaire de leurs véhicules de crédit privé. Un fonds de Jefferies était ainsi exposé à 715 millions de dollars de factures dues ou recevables par First Brands ; un fonds de crédit privé d'UBS l'était à hauteur de 500 millions de dollars. De nombreux gestionnaires d'actifs étaient aussi exposés par des crédits ou par la détention de tranches de *collateralized loans obligations* (CLO), des titres adossés à des portefeuilles de prêts à effet de levier syndiqués. La dette de First Brands était ainsi présente dans 43 % des CLO américains⁴¹. Le niveau d'exposition par CLO était le plus souvent modéré, même s'il dépassait 1 % du portefeuille de CLO dans treize cas. Si les coussins de sur-collatéralisation ont permis de compenser la perte encourue sur ces opérations, ces événements ont mis en avant les risques de contagion liés à la forte dispersion de la dette de ces entreprises au sein de l'écosystème financier, du fait de la capacité de ces acteurs à s'endetter par plusieurs canaux, auprès de nombreux acteurs, avec des conditions d'octroi très souples.

Ces deux événements illustrent les vulnérabilités associées à des stratégies d'endettement reposant sur des financements complexes et opaques, dans lesquels plusieurs créanciers n'ont pas pu avoir une vision exhaustive des engagements de leurs débiteurs. Le cas First Brands souligne en particulier l'importance de garantir la transparence et la bonne information des prêteurs dans un système d'affacturage. En France et en Europe, cette stratégie est majoritairement prise en charge par les banques et leurs filiales⁴², et ne fait pas l'objet d'une forte demande adressée aux fonds de crédit privé. Cela appelle plus largement à une stricte sélection des investissements et à un suivi de la qualité des collatéraux dans le segment plus large du financement d'actifs (*asset-based finance*). Cette stratégie de crédit privé, qui peut recouvrir une grande variété de collatéral, est perçue comme un relais de croissance important pour le marché du crédit privé par de nombreux acteurs du marché, même si elle reste encore peu développée en France. Si ces deux faillites sont restées isolées et n'ont pas été suivies par une vague de défauts d'entreprise, elles illustrent les vulnérabilités de stratégies de financements complexes en fort développement, et les interconnexions croissantes entre acteurs.

Une certaine résilience du crédit privé à travers les cycles

Le crédit privé, dans sa forme traditionnelle, est perçu comme moins sensible aux fluctuations économiques à court terme que le marché du crédit bancaire et des crédits syndiqués ou que les marchés obligataires. En effet, en raison d'un horizon d'investissement plus long que celui des investisseurs de ces segments, qui se double d'une grande quantité de capitaux non déployés (*dry powder*), les véhicules fermés de crédit privé peuvent fournir des financements sans subir de retraits ou de dévalorisation avant l'échéance fixée initialement. Ceci a par exemple permis à ces acteurs de continuer à fournir des financements en mars 2020 pendant la crise sanitaire, lors d'une contraction importante des octrois de crédit bancaire et des émissions obligataires⁴³. Par ailleurs, le crédit privé a montré une certaine résilience lors de la période de resserrement monétaire qui a démarré en 2022, et il a gagné des parts de marché par rapport au crédit bancaire syndiqué pendant cette période, s'y substituant en grande partie pour le financement des LBO. Cette évolution s'est toutefois assortie de spreads plus élevés pour ces financements pendant cette période (environ deux tiers des financements de LBO se faisaient en 2022 au-dessus du seuil SOFR + 600 points de base, une proportion inférieure à 10 % aujourd'hui).

Les évolutions récentes du crédit privé sont toutefois susceptibles d'accroître la vulnérabilité de ce secteur et de ses emprunteurs à un retournement économique. En premier lieu, le recours croissant à des véhicules semi-liquides dans l'objectif de capter les investissements de la clientèle de détail expose les fonds de crédit privé à des rachats, bien que ceux-ci soient généralement limités par des outils de gestion de la liquidité. Malgré un niveau élevé de capitaux non déployés (29,3 % au niveau mondial d'après PitchBook), une vague

⁴¹ Fitch Ratings (2025), « [US BSL CLO default exposure rises again after First Brands default](#) », 10 octobre.

⁴² Banque de France, « L'affacturage », *Le Référentiel des financements des entreprises*, [fiche 422](#).

⁴³ Fonds monétaire international (2024), « The rise and risks of private credit », *Global Financial Stability Review*, avril.

de rachats pourrait conduire les fonds à tirer sur leurs lignes de crédit bancaire pour faire face aux demandes, transmettant ainsi le choc au secteur bancaire. Par ailleurs, le levier en hausse des fonds de crédit privé les rend vulnérables à la disponibilité des crédits bancaires.

Dans sa forme et son volume actuels, le crédit privé n'a pas été soumis à un choc permettant d'évaluer ses implications pour le système financier à travers les cycles. En matière de stabilité financière, il conviendrait de pouvoir évaluer dans quelle mesure les risques de crédit et de liquidité auxquels sont exposés les prêteurs privés seraient susceptibles d'être transférés au bilan des banques et des assureurs en cas de choc. La variété, la complexité et l'opacité des interconnexions entre les acteurs du crédit privé et le reste du système financier empêche la quantification de tels risques à ce stade, mais un exercice de test de résistance centré sur un scénario affectant les marchés privés pourrait permettre de mieux les comprendre.

Une diversification du marché avec l'émergence de nouveaux segments, portée par les besoins d'investissements dans le secteur de l'intelligence artificielle

Plusieurs acteurs du marché anticipent une accélération de la stratégie de financements adossés à des actifs réels (Asset-based lending ou ABL). Cette stratégie repose sur des prêts garantis par des actifs réels, tels que l'immobilier, les avions ou les infrastructures mais aussi des actifs immatériels, comme les droits musicaux. L'ABL est considérée comme une option plus sécurisée que le prêt direct sans garantie, et son développement est activement ciblé par les plus gros gestionnaires de crédit privé qui ont développé des structures pour octroyer ces produits complexes. C'est une stratégie encore peu développée en France, où elle constitue environ 1 % des levées de fonds⁴⁴, et où elle prend souvent la forme de contrat de location-bail, où des fonds louent des actifs (des machines ou des infrastructures par exemple) aux entreprises. Le développement de cette stratégie est susceptible de complexifier l'analyse des risques auxquels sont exposés les prêteurs (cf. encadré 2.3).

L'essor des investissements en intelligence artificielle (IA) et dans les centres de données est devenu un moteur considérable de cette nouvelle demande de dette structurée, créant de nouveaux « foyers de dette » (debt hotspots) caractérisés par des actifs illiquides. La demande soutenue en dette d'infrastructures, directement liée au développement rapide des centres de données, est un facteur susceptible de porter la demande pour l'ABL et d'autres financements privés. De fait, les émissions de dette par les très grandes entreprises de la technologie et de l'IA ont fortement accéléré en 2025 : entre septembre et octobre 2025 seulement, 75 milliards de dollars de dette de qualité Investment Grade ont été émis par ce secteur (incluant 30 milliards de dollars de Meta et 18 milliards de dollars d'Oracle). Par ailleurs, l'activité de crédit privé direct lié à l'IA aurait presque doublé au cours des douze mois précédent novembre 2025, illustré par un accord record de 27 milliards de dollars conclu par Meta avec la société de gestion Blue Owl Capital, pour financer un centre de données, utilisant une structure complexe pour maintenir la dette hors bilan. Ces stratégies de financement incluent souvent des modalités hybrides, incluant des financements par dette et par actions.

⁴⁴ D'après France Invest, Activité des fonds de dette privée en 2024.

Conclusion

Pour assurer la résilience d'un marché du crédit privé en plein essor, plusieurs axes d'action apparaissent prioritaires, à commencer par la transparence. Une amélioration substantielle de la disponibilité des données pour les acteurs du marché et pour les autorités est essentielle afin de réduire les asymétries d'information et de mieux cartographier l'exposition, que ce soit au niveau des portefeuilles des fonds, des flux transfrontaliers ou des liens entre banques et entités non bancaires. Cette amélioration de la transparence doit permettre aux parties prenantes d'établir une vision d'ensemble des risques auxquels elles sont exposées. C'est un enjeu notamment pour les banques, qui peuvent être exposées à cet écosystème à plusieurs niveaux. Alors que la résilience du marché n'a pas été éprouvée en période de tension prolongée, l'accroissement des vulnérabilités liées aux asymétries de liquidité et au levier nécessite un suivi renforcé. Une attention particulière doit être portée au risque de liquidité des fonds, notamment pour les structures destinées à la clientèle de détail, afin de s'assurer de leur capacité à faire face à des demandes de rachat dans un environnement dégradé. Dans l'Union Européenne, le cadre ELTIF 2 prévoit des exigences de gestion des risques de liquidité. Son fonctionnement devra être suivi attentivement avec le développement de ces produits. Enfin, la complexité croissante des modalités de financement des fonds de crédit privé, principalement aux États-Unis, avec des émissions des produits structurés, appelle un renforcement du cadre applicable aux méthodologies de notation et une coopération internationale étroite, compte tenu du caractère transfrontalier du marché.

Annexe technique sur la titrisation

Définitions

Transferts de risques significatifs

Les transferts de risques significatifs (SRT) désignent les opérations de titrisation reconnues par le superviseur prudentiel bancaire compétent et permettant pour la banque une décharge en capital réglementaire requis. Les articles 244 et 245 du cadre réglementaire actuel (*Capital Requirements Regulation*, CRR) précisent ces critères et les modalités aux termes desquelles le transfert de risque significatif pourra être reconnu. Deux tests mécaniques sont en pratique fréquemment utilisés, dépendant de la structure retenue pour la transaction, avec alternativement : le test « mezzanine », par lequel l'initiateur devra avoir cédé au moins 50 % des montants d'exposition pondérés de toutes les positions de titrisation mezzanine existant dans l'opération ; ou le test « de première perte », par lequel l'initiateur devra avoir cédé au moins 80 % de la valeur exposée au risque de la tranche de première perte.

Cadre européen STS

Une part croissante des émissions de titrisations SRT remplit également les critères du label européen « Simple, Transparent, Standard (STS)⁴⁵ ». En vigueur depuis 2021, ce label garantit que l'émission respecte plusieurs critères cumulatifs et assure ainsi aux investisseurs un haut niveau de qualité et de standardisation dans la structuration des opérations ainsi qu'une transparence encore renforcée par la mise à disposition d'informations additionnelles. La reconnaissance de ce label apporte ainsi des bénéfices prudentiels aux banques qui investissent dans ce type de produit par une charge en capital réduite et un traitement en liquidité amélioré. Ces émissions représentent 88 % des émissions des banques françaises contre 51 % pour les autres banques du mécanisme de supervision unique (MSU) en 2025.

Titrisation 'true sale' ou synthétique

Les deux définitions précédentes sont susceptibles de s'appliquer aux deux catégories de titrisation évoquées dans l'encadré 1.4:

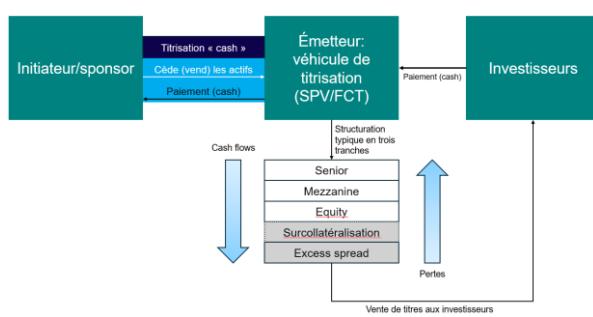
- **Les opérations dites 'cash' ou 'true-sale'**, par lesquelles les initiateurs constituent un pool d'actifs financiers (prêts, créances), ensuite cédé à une entité ad hoc (typiquement, un véhicule constitué à cette fin⁴⁶) qui finance l'acquisition du pool par l'émission de titres de dette négociables de plusieurs niveaux de séiorité. Lors de la vie de l'opération, les flux de trésorerie générés par les actifs sous-jacents sont perçus par le véhicule et redistribués aux investisseurs ayant acquis les titres en fonction de la séiorité des tranches. Dans cette configuration, le risque de crédit porté originellement par l'initiateur est ainsi transféré – au moins en partie – aux investisseurs ayant acquis les titres nouvellement émis, ce qui permet également le refinancement de l'initiateur.
- **Les opérations synthétiques**, aussi connues sous l'appellation 'on-balance' dans lesquelles les actifs financiers restent inscrits au bilan de l'initiateur, et pour lesquelles le risque de crédit lié à l'exposition sous-jacente est transféré aux investisseurs par le recours à des dérivés de crédit ou à des garanties financières. Ces opérations peuvent être réalisées sans recours à un véhicule ad hoc, diminuant ainsi les coûts de structuration, et peuvent être menées sous format privé, préservant ainsi la confidentialité de l'opération et les relations commerciales établies par l'établissement initiateur. Ces opérations peuvent se faire alternativement par le recours à une protection de crédit financée ex

⁴⁵ Règlement (UE) 2017/2402 du Parlement européen et du Conseil sur la titrisation (SECR).

⁴⁶ On parle le plus souvent de *special purpose vehicle* (SPV) ou de *securitisation special purpose entity* (SSPE).

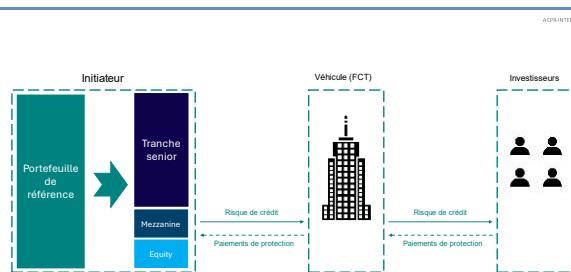
ante⁴⁷, ou par une protection de crédit non-financée⁴⁸. Une protection de crédit financée désigne les cas où le fournisseur de la protection a sécurisé celle-ci par du collatéral. Le cadre réglementaire européen exige explicitement une protection de crédit financée – hors cas spécifique des garanties supranationales ou multilatérales – pour les opérations STS. Les opérations de titrisation synthétique font partie des outils dont disposent les banques pour gérer leur risque de crédit, avec notamment des *credit default swaps* (CDS), des garanties financées ou de l'assurance-crédit. À la différence d'un CDS, qui transfère l'intégralité du risque de crédit d'une exposition donnée, la titrisation synthétique permet de répartir le risque d'un portefeuille d'actifs en plusieurs tranches, dont certaines sont conservées par la banque tandis que d'autres sont transférées aux investisseurs.

Schéma A.1 : Schéma d'une opération de titrisation true sale



Sources : FSB, ACPR.

Schéma A.2 : Schéma d'une opération de titrisation synthétique



Note : à des fins de simplification, ce schéma illustre une opération de titrisation synthétique sans collatéral (i.e. situation d'une garantie non-financée).

Source : ESRB.

Description du marché

Dynamisme des émissions

Le dynamisme des émissions (cf. graphique A.1) évoqué dans l'encadré 1.4 se traduit par une hausse de l'encours de titrisation SRT, qui s'établit à 558 milliards d'euros pour les banques de la zone euro (dont 152 milliards d'euros pour les établissements français) au premier semestre 2025 contre 339 milliards d'euros en 2021. Par ailleurs, les émissions de SRT synthétiques des banques de la zone euro représentent 58 %⁴⁹ des émissions mondiales de titrisation synthétique.

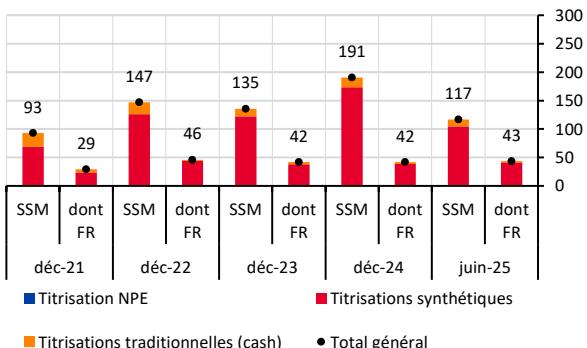
⁴⁷ En pratique, le plus souvent, via émission d'obligations adossées au risque de crédit (*Credit-Linked Notes*, CLN). Une CLN est un instrument qui transfère à l'investisseur un risque de crédit, généralement via un contrat de dérivé de crédit inclus dans le montage, mais parfois au moyen d'une garantie ou d'un autre contrat de transfert de risque, de sorte que le remboursement dépend de la survenance d'un événement de crédit. Ces protections de crédit sont financées par le produit de l'émission payé par les investisseurs.

⁴⁸ En pratique, par prise de garanties non-financées ou recours à des produits dérivés.

⁴⁹ Source : International Association of Credit Portfolio Managers ([IACPM](#)).

Graphique A.1 : Émissions SRT par type d'opérations

x : /y : année d'émission sur montants émis (en milliards d'euros)

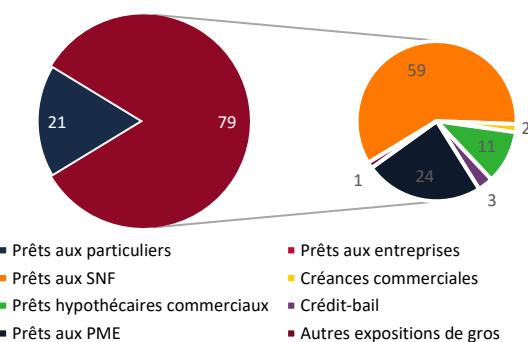


Note : les émissions incluent l'ensemble des tranches, y compris celles qui ne sont pas retenues par l'établissement.

Source : Remises réglementaires COREP

Graphique A.2 : Type de contrepartie des prêts composant les titrisations SRT de l'échantillon des vingt-trois banques de la zone euro

en % du total de prêts dans des SRT



Note : le diagramme de gauche présente la répartition entre prêts aux particuliers et prêts aux entreprises. Le diagramme de droite détaille la ventilation des prêts aux entreprises.

Source : Remises réglementaires COREP, juin 2025.

Actifs sous-jacents

Les expositions sous-jacentes aux titrisations SRT émises sont largement composées de prêts aux entreprises, à 79 % en juin 2025 pour l'ensemble des banques du MSU (cf. graphique A.2). Les expositions sous-jacentes restantes, constituées de prêts aux ménages, regroupent majoritairement des prêts à la consommation (9,4 % des expositions totales) et des crédits hypothécaires (7,3 % des expositions totales). Si la majorité des contreparties ayant contracté des prêts qui ont été titrisés est européenne, une part importante provient des Etats-Unis (21 % pour les autres banques européennes ; 6 % pour les banques françaises), exposant les investisseurs de la zone euro au risque de crédit outre-Atlantique.

Le portefeuille de créances sous-jacentes présente un niveau faible taux de défaut⁵⁰, en baisse pour les banques de la zone euro entre 2023 et 2025 (−0,5 point de pourcentage, à 1,7 %). La prédominance des prêts aux entreprises dans l'encours titrisé s'explique notamment par la volonté des banques de renforcer leur gestion du capital, ces prêts étant soumis à des pondérations plus élevées dans le calcul des exigences de fonds propres. La titrisation répond aussi à une logique de gestion du risque : elle permet de transférer une partie du risque de crédit et donc de réduire l'exposition à des classes de risque spécifiques, tout en maintenant la relation commerciale avec le client, effet qui se révèle particulièrement important pour les prêts aux entreprises.

Vérification du transfert de risque par le superviseur

Le modèle réglementaire européen conditionne explicitement la décharge en capital permise par l'opération de SRT à une validation *ex ante* du superviseur compétent, le MSU dans la plupart des cas compte tenu de la taille des établissements concernés. Cette approche constitue une singularité du dispositif européen : elle n'est pas prévue par les standards bâlois et n'est de fait pas mise en place dans toutes les juridictions. Elle a pour effet de renforcer mécaniquement en plus des autres dispositifs, notamment le *supervisory review and evaluation process* (SREP), la capacité de supervision et de droit de regard des autorités compétentes européennes sur les opérations offrant droit à une décharge en capital. Par ailleurs, les exigences réglementaires encadrant les conditions d'octroi des prêts titrisés⁵¹ imposent aux originateurs d'appliquer aux

⁵⁰ Le taux de défaut n'inclut pas les titrisations de prêts non performants.

⁵¹ Article 9 du Règlement (UE) 2017/2402 du Parlement européen et du Conseil sur la titrisation (SECR).

expositions titrisées les mêmes critères et procédures à l'octroi de crédit que pour les expositions non titrisées, ce qui réduit l'aléa moral. Celui-ci est encore atténué par la proportion importante d'expositions titrisées conservées par les banques de la zone euro (21 % au premier trimestre 2025), largement supérieure au seuil réglementaire de 5 %⁵².

Suivi des interconnexions associées au développement de la titrisation

Les titrisations SRT sont le plus souvent réalisées dans le cadre de placements privés⁵³, ce qui rend le suivi global du marché plus complexe pour les autorités (95 % de placement privé pour les banques françaises). Cela s'explique notamment par la prédominance des titrisations synthétiques négociées de manière bilatérale entre une banque et les fournisseurs de protection⁵⁴.

Les interconnexions associées aux titrisations demeurent difficiles à mesurer précisément. Parmi les investisseurs dans les opérations de titrisation synthétique, on trouve des acteurs de l'intermédiation financière non-bancaire (NBFI) comme des fonds d'investissement, notamment des fonds de crédit, des organismes d'assurance et des fonds de pension. Certains investisseurs en titrisation synthétique ont recours à du financement bancaire, notamment sous forme de repo, ce qui augmente le levier sur le marché et renforce les interconnexions entre les banques et ces intermédiaires non bancaires. Les acteurs du secteur public ou parapublic, *l'European Investment Fund* (EIF) en tête, constituent des investisseurs importants sur les titrisations synthétiques en Europe. L'action de ce type d'investisseurs répond à un objectif explicite de soutien du financement de l'économie par le crédit bancaire : en permettant une réduction des exigences en capital des banques, ces investissements leur permettent d'octroyer de nouveaux crédits.

⁵² Article 6 du règlement (UE) 2017/2402 du Parlement européen et du Conseil sur la titrisation (SECR).

⁵³ Un placement privé désigne une opération de titrisation dans laquelle les titres ne sont pas proposés au public, mais placés directement auprès d'un nombre restreint d'investisseurs qualifiés. Ce format permet une structuration sur mesure et une confidentialité accrue. Il facilite également le maintien de relations à long terme entre la banque originatrice et des investisseurs expérimentés. Dès lors, un placement privé peut contribuer à répondre plus efficacement aux exigences de transfert significatif du risque de crédit.

⁵⁴ Selon le règlement (UE) 2016/867, le fournisseur de protection est la contrepartie qui accorde une protection contre un incident de crédit contractuellement couvert et qui supporte le risque de crédit de cet incident. Ce transfert de risque peut être réalisé à travers par exemple un CDS.

Éditeur

Banque de France
39, rue Croix des Petits-Champs – 75001 Paris

Directeur de la publication

François HAAS

Directeur de la rédaction

Édouard VIDON

Coordinateurs

Frédéric GUÉVEL ; Gabriel CHEMAIN ; Lucas DEVIGNE

Comité éditorial

Frédéric AHADO ; Cyril AMAND ; Jade AL YAHYA ; Cynthia ANGELIER ; Amandine ARAUJO ; Pierre BERTHONNAUD ; Antoine BERTHOU ; Caroline BIENVENU ; Thomas BOGLINO ; Aurélie BONEL ; Numa BOSC ; Jean-François BOUSCASSE ; Claire BROUSSE ; Émilie CANDUS ; Thomas CHEILAN ; Emilie DA SILVA ; Annabelle DE GAYE ; Étienne De L'ESTOILE ; Grégoire DESBROSSES ; Lucas DEVIGNE ; Thomas FERRIERE ; Raphaël GORRAND ; Léopold GOSSET ; Paola GRYPARIS ; Frédéric GUÉVEL ; Déborah HADDAD ; Jonas HEIPERTZ ; Robin HORRI ; Caroline JARDET ; Pascal JOURDAIN ; Tristan JOURDE ; Jules JOYEZ ; Lisa KERDELHUÉ ; Sandrine LECARPENTIER ; Brieuc LEVENÉ ; Aubert MASSENGO ; Thibaut PIQUARD ; Clara PONS MOURÉOU ; Camille RIESI ; Nicolas RIGAUDIERE ; Martin SAILLARD ; Matthieu SEGOL ; Dilyara SALAKHOVA ; Pierre SARRUT ; Alice SCHWENNINGER ; Edith STOJANOVIC ; Johan TRICOT ; Alexandre ULKU ; Floris VAN DIJK ; Déborah ZRIBI

Traduction et réalisation

Pôle Data

DIRECTION DE LA STABILITÉ FINANCIÈRE

SERVICE DE L'ÉDITION ET DES LANGAGES

DIRECTION DE LA COMMUNICATION

Dépôt légal

Janvier 2026

ISSN 3076-0739 (en ligne)

Internet

<https://www.banque-france.fr/liste-chronologique/rapport-sur-levaluation-des-risques>