



Bloomberg Forum Future of Finance – 12 mars 2026

« Marchés privés :

Trois conditions pour obtenir le Bon sans la Brute ni le Truand »

Discours de François Villeroy de Galhau

Gouverneur de la Banque de France

Mesdames, Messieurs,

Trois ans après son édition inaugurale, j'ai le plaisir de m'adresser de nouveau à vous au *Bloomberg Forum – Future of Finance*. Votre Forum souligne l'intérêt des acteurs financiers pour la place de Paris, qui reste la première place financière de l'Union européenne (UE) et la 4^e au niveau mondial ⁱ. Permettez-moi d'ajouter que les incertitudes politiques récentes n'ont pas entamé l'attractivité de la France : le nombre de projets d'investissements étrangers, hors points de vente de détail, a légèrement augmenté en 2025 ⁱⁱ ; la croissance, l'épargne privée et la position de premier plan de l'écosystème financier en France restent solides. Je ne ferai aucun commentaire aujourd'hui sur la politique monétaire, car nous sommes en période de réserve de la BCE. Mais pour me tourner vers le « futur de la finance », j'aimerais aborder aujourd'hui une évolution importante du paysage financier : le développement des marchés privés, c'est-à-dire de l'ensemble des intermédiaires non bancaires qui fournissent des financements aux sociétés non financières (SNF) par des fonds propres ou du crédit, au moyen d'instruments non cotés. Cette évolution comporte trois principales caractéristiques : elle est de grande ampleur, elle est risquée, mais elle peut également être bienvenue pour l'économie européenne (I). Il est donc essentiel de trouver un équilibre entre innovation et stabilité financière, et je présenterai trois conditions pour obtenir le Bon sans la Brute ni le Truand (II).

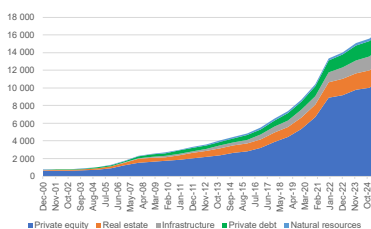
I. Trois caractéristiques de la montée en puissance des marchés privés : significative, risquée... mais bienvenue ?

1.1. Elle est de grande ampleur

Au cours des deux dernières décennies, on observe une montée en puissance significative des marchés privés : les actifs sous gestion dans les fonds de marchés privés au niveau mondial ont plus que triplé entre 2004 et 2024, et ont atteint 16 200 milliards de dollars en juin 2025.

THE SIGNIFICANT RISE OF PRIVATE MARKETS

Graph 1 : Global private assets under management (USD bn)



Source: Preqin

1

BLOOMBERG FORUM FUTURE OF FINANCE - 12 MARCH 2024

BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTEME

Ce développement rapide a été favorisé par de multiples facteurs. Premièrement, au cours d'une période de taux d'intérêt relativement faibles et de niveaux de valorisation élevés sur les marchés cotés, les investisseurs cherchant des rendements plus élevés se sont tournés vers des actifs non cotés, moins liquides et souvent plus risqués. La baisse de l'intérêt pour les introductions en bourse a contribué à renforcer cette tendance, ainsi que les évolutions réglementaires post-crise, qui, bien que pleinement justifiées, ont incité les banques à se concentrer sur des actifs plus sûrs. Parallèlement, les structures de crédit privé ont commencé à offrir des financements alternatifs aux entreprises fortement endettées et disposant de peu de garanties. Je me concentrerai aujourd'hui sur deux grandes classes d'actifs non cotés : le capital investissement (*private equity*)ⁱⁱⁱ – 65 % des actifs privés sous gestion mondiaux en juin 2025 –, et le crédit privé (*private credit*)^{iv} – 11 %.

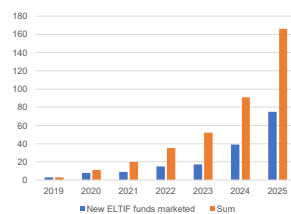
1.2. Elle est risquée

Deuxièmement, le développement des marchés privés fait apparaître deux grands types de vulnérabilités. Tout d'abord, le risque de liquidité est une problématique d'actualité puisque Blue Owl Capital, Blackstone et BlackRock ont récemment dû faire face à des demandes de rachat importantes de la part des investisseurs, le fonds emblématique de BlackRock, HPS, ayant activé sa limite de rachats (*gate*) à 5 % en réponse à ces retraits massifs. Le recours croissant aux véhicules semi-liquides pour attirer des investisseurs de détail pourrait renforcer le risque de liquidité pour les gestionnaires de fonds. La

réaction des gestionnaires d'actifs aux évolutions actuelles montrera si le crédit privé peut traiter les problèmes de décalages de liquidité (*liquidity mismatches*).

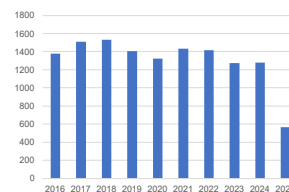
NEW VULNERABILITIES – LIQUIDITY ISSUES

Graph 2 : Evolution of the number of new ELTIF structures accessible to retail investors



Source: ESMA

Graph 3 : Evolution of the number of VC sales in France



Source: France Invest, 2025 as of H1

2

BLOOMBERG FORUM FUTURE OF FINANCE - 12 MARCH 2025

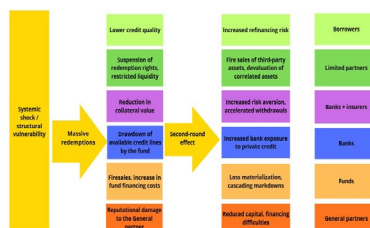
BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTEME

Ensuite, les marchés privés sont exposés au risque de valorisation, comme l'ont montré les échecs des opérations de capital investissement à grande capitalisation (*large cap*) concernant Kersia ou Solina en novembre 2025 ^v. Mais, plus important encore, nous observons actuellement des revalorisations à la baisse par certaines banques sur des investissements de crédit privé, principalement des portefeuilles de prêts à des sociétés du secteur des logiciels, ou des baisses des cours de certaines *Business Development Companies* sur les marchés publics, alors que les fonds maintiennent des valorisations inchangées. En outre, les difficultés de certains emprunteurs de prêts privés peuvent être masquées par le recours à des modalités de prêt sur mesure, tels que le *payment-in-kind* (PIK) ou des clauses financières (*covenants*) moins strictes. Des stratégies d'endettement reposant sur des structures de financement complexes, opaques et faisant de plus en plus recours au levier (*leveraged*), notamment dans le crédit privé, peuvent également masquer les vulnérabilités de certains emprunteurs, comme le montrent les faillites de First Brands et de Tricolor en septembre 2025 ^{vi} ou, plus récemment, de Market Financial Solutions, accusé de doubles mises en garantie sur certains prêts de crédit privé.

Ces vulnérabilités peuvent être amplifiées par l'interconnexion croissante entre les marchés privés et les autres institutions financières.

NEW VULNERABILITIES - INTERCONNECTIONS

Diagram 1 : Transmission of a liquidity shock on the private credit market



Source: Banque de France

2

BLOOMBERG FORUM FUTURE OF FINANCE • 12 MARCH 2024

BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTEME

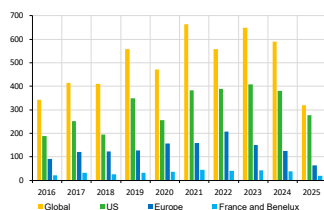
1.3. Bienvenue ?

Néanmoins, la croissance des marchés privés – et en particulier du capital investissement – pourrait constituer une opportunité bienvenue pour stimuler l'activité économique et l'innovation en Europe. Le capital investissement propose des financements stables à long terme et est plus adapté que les marchés publics volatils à des sociétés en forte croissance dans les technologies de rupture. Parmi les stratégies de capital investissement, le capital-risque joue un rôle central pour soutenir la création et le développement de jeunes entreprises à fort potentiel de croissance ^{vii}.

Dans le même temps, le financement par fonds propres est l'un des principaux leviers pour combler notre écart de productivité avec les États-Unis ^{viii}. Permettez-moi de citer quelques chiffres.

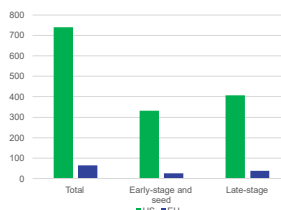
EUROPE IS LAGGING BEHIND, NOTABLY IN PRIVATE EQUITY

Graph 4 : Private equity fundraising activity by region (USD bn)



Sources: Pitchbook, Invest Europe

Graph 5 : Amounts invested in venture capital in the EU and the US (EUR bn, 2019-2023)



Sources: Invest Europe, NVCA, Banque de France calculations

4

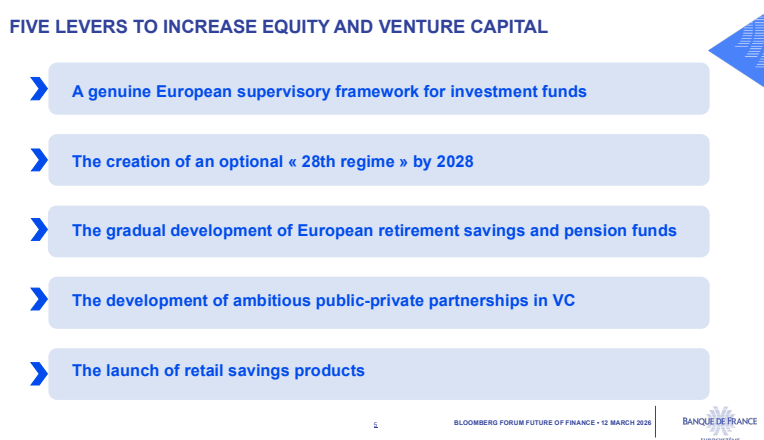
BLOOMBERG FORUM FUTURE OF FINANCE • 12 MARCH 2024

BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTEME

En 2025, l'Europe n'a représenté que 20 % des levées de capital-investissement dans le monde. De plus, le marché du capital-risque en Europe est de plus petite taille que celui des États-Unis sur tous les segments, du

financement d'amorçage (« *early stage* ») au financement de la phase avancée (« *late stage* »). Entre 2019 et 2023, les investissements en capital-risque ont représenté 65 milliards d'euros dans l'UE, contre 739 milliards d'euros aux États-Unis. Sur un marché européen fragmenté, les fonds de capital-risque peinent également à déboucler leurs positions, en particulier pour revendre leurs participations dans des start-ups. Cela pèse sur la performance de ces fonds, réduisant les incitations à financer l'innovation ^{ix}.

Face au retournement américain, l'Europe doit plus que jamais renforcer son soutien à l'innovation dans les secteurs d'importance stratégique que sont le numérique et l'intelligence artificielle, l'énergie et la défense. Nous ne manquons pas de ressources financières : depuis plus de dix ans, la zone euro affiche un excédent net d'épargne financière – 400 milliards d'euros l'année dernière. Il est donc temps, dans le cadre de l'« Union pour l'épargne et l'investissement » (UEI), d'accorder la priorité à cinq leviers concrets ^x avec comme objectif central d'augmenter les fonds propres et le capital-risque :



1) Une supervision réellement européenne des fonds d'investissement, afin d'accélérer le passage de fonds nationaux à des fonds « à la taille européenne ».

2) La création d'un « 28^e régime » d'adhésion volontaire d'ici 2028, qui pourrait réduire les coûts administratifs pour les entreprises, en particulier le « coût de l'échec » (*cost of failure*) ^{xi}.

3) Le développement progressif de fonds d'épargne retraite et de pension européens qui pourraient apporter une épargne longue et patiente en Europe.

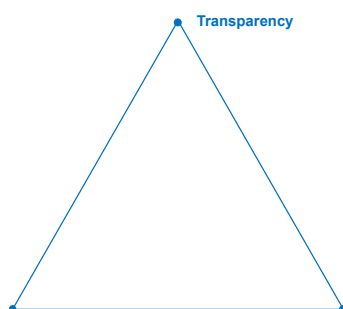
- 4) Le développement de partenariats public-privé ambitieux en matière de capital-risque.
- 5) Le lancement de produits d'épargne accessibles aux ménages.

Aucun de ces leviers n'est un « *silver bullet* », le remède assuré. Mais chacun peut et doit désormais être activé.

II) Trois conditions pour obtenir le Bon sans la Brute ni le Truand

Cela dit, afin de tirer parti de ses avantages potentiels pour le financement de l'économie européenne, l'essor des marchés privés doit trouver le juste équilibre entre innovation et stabilité financière, en obtenant le Bon sans la Brute ni le Truand. La solution n'est ni la déréglementation du secteur bancaire, ni la transposition de la réglementation bancaire aux marchés privés... mais plutôt de poursuivre trois priorités spécifiques : la transparence, l'harmonisation et la résilience de la liquidité.

A TRIANGLE OF THREE CONDITIONS



6

BLOOMBERG FORUM FUTURE OF FINANCE - 12 MARCH 2025

BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTEME

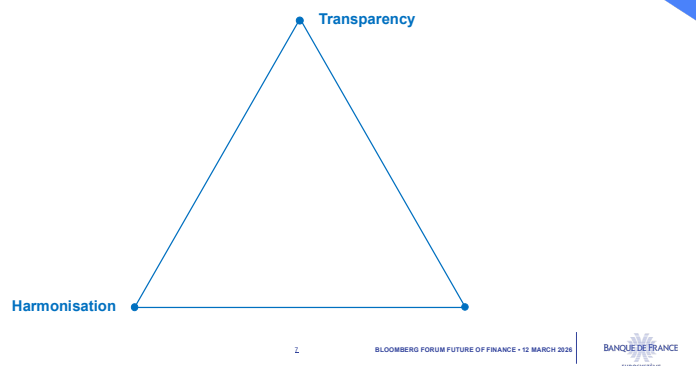
2.1. De l'opacité à la transparence

Premièrement, nous avons besoin d'une plus grande transparence sur deux fronts principaux : l'opacité des fonds de marchés privés et leurs interconnexions croissantes avec le reste du système financier. Ces deux aspects ont été illustrés par les « cafards du crédit » (*credit cockroaches*) de l'automne 2025, lorsque différentes institutions financières, y compris des banques, des assureurs et des gestionnaires d'actifs, ont subi des pertes dans plusieurs juridictions. Une amélioration substantielle de la disponibilité des données pour les investisseurs et les autorités est donc essentielle pour réduire

les asymétries d'information relatives à la qualité du crédit et pour mieux évaluer le montant total de levier et d'expositions agrégées des autres établissements financiers aux actifs privés ^{xii}. La réglementation européenne va dans la bonne direction ^{xiii} : la récente directive AIFMD II ^{xiv} introduit des exigences de transparence renforcées concernant le reporting des fonds aux autorités de surveillance, qui étudient déjà la question. La Banque de France, en écho à la Banque d'Angleterre, a également mené pour la première fois au sein de la zone euro un exercice de test de résistance à l'échelle du système financier (*system-wide stress test exercise*) afin d'évaluer les vulnérabilités du système financier dans son ensemble et de mieux comprendre les interconnexions entre les différents acteurs. Un autre exercice de ce type, lancé par la Banque d'Angleterre en décembre 2025, portera plus particulièrement sur les marchés privés.

2.2. De la fragmentation à l'harmonisation

A TRIANGLE OF THREE CONDITIONS

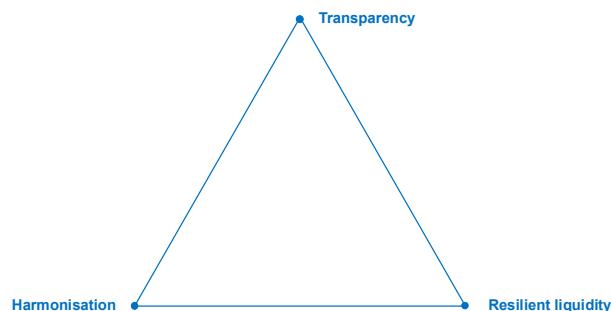


Deuxièmement, nous avons besoin d'une plus grande harmonisation afin de promouvoir une « approche européenne » des marchés privés, qui sont à la fois concentrés et transfrontières. Cela pourrait consister en l'établissement d'un cadre macroprudentiel pour les fonds au niveau européen, combinant des règles de réciprocité entre les autorités, l'élaboration de définitions communes, la conception d'indicateurs communs et l'amélioration du partage des données. Les méthodes de valorisation constituent un autre domaine dans lequel une standardisation plus poussée serait particulièrement bénéfique. Cette harmonisation peut et doit aller de pair avec une simplification, qui favorise notre

compétitivité, et avec un renforcement de la coopération internationale entre autorités de surveillance. À l'échelle mondiale, le Conseil de stabilité financière (CSF) a (de façon modeste) entamé des travaux en menant une analyse approfondie du crédit privé ^{xv}.

2.3. De la douce négligence [benign neglect] à la résilience de la liquidité

A TRIANGLE OF THREE CONDITIONS



L

BLOOMBERG FORUM FUTURE OF FINANCE • 12 MARCH 2020

BANQUE DE FRANCE
EUROSYSTEME

Troisièmement, nous devons surveiller de près la résilience des fonds de marchés privés en période de tension économique, car leur empreinte dans le système financier n'est devenue significative qu'au cours de la dernière décennie ^{xvi}. Une attention particulière doit être portée au risque de liquidité des fonds, notamment ceux destinés aux investisseurs de détail, afin de garantir leur capacité à répondre aux demandes de rachat. Le règlement européen ELTIF 2.0 ^{xvii} définit des exigences en matière de gestion du risque de liquidité, mais sa mise en œuvre devra être suivie avec attention afin d'assurer qu'il continue de répondre aux objectifs fixés. La qualité du crédit et l'endettement élevé des agents non financiers constituant un sujet de préoccupation, le risque de défaut pourrait augmenter dans les portefeuilles de crédit privé.

Permettez-moi de conclure en reprenant une réplique du classique de Sergio Leone, « Le Bon, la Brute et le Truand » : « *C'est toi qui cours les risques, mon ami, mais c'est moi qui tranche* ». Le développement significatif des marchés privés pourrait constituer une opportunité bienvenue pour l'innovation et l'activité économique en Europe, en particulier grâce au capital-investissement.

Mais, en tant que superviseurs, nous devons rester vigilants et prêts à agir lorsque cela s'avère nécessaire, afin de maintenir le juste équilibre entre innovation et stabilité financière. Je vous remercie de votre attention.

-
- ⁱ Institut Louis Bachelier (2025), [OFEX Ranking 2025](#)
- ⁱⁱ Business France (2026), [Investissements internationaux en France – Bilan 2025](#), 29 janvier
- ⁱⁱⁱ Fonds spécialisés dans l'acquisition de participations dans des sociétés non cotées.
- ^{iv} Fonds spécialisés dans le financement direct de sociétés par le biais de crédits non bancaires et non cotés.
- ^v Pitchbook (2025), « [Kersia and Solina sale processes pulled amid valuation mismatches](#) », 27 novembre
- ^{vi} Banque de France (2026), « La recomposition du paysage du crédit à l'aune du développement de la dette privée et ses implications pour la stabilité financière », *Rapport sur la stabilité financière*, janvier
- ^{vii} Collet (L.), Gossé (J.-B.), Guével (F.), Jehle (C.) (2026), « [Mettre à l'échelle le capital-risque européen : quelles pistes ?](#) », Bloc-notes Éco 435, 18 février
- ^{viii} Draghi (M.) (2024), *L'avenir de la compétitivité européenne*, septembre
- ^{ix} Collet (L.), Gossé (J.-B.), Guével (F.), Jehle (C.) (2026), « [Mettre à l'échelle le capital-risque européen : quelles pistes ?](#) », Bloc-notes Éco 435, 18 février
- ^x Villeroy de Galhau, (F.) (2025), [L'Union pour l'épargne et l'investissement : incarner \(enfin\) une idée en actions](#) », discours prononcé lors de la conférence AEFR/REF « Où va l'épargne ? » Paris, 11 septembre.
- ^{xi} Coste (O.) et Coatanlem (Y.) (2024), « *The Cost of Failure and the Quest for Competitiveness: Disruptive Innovation as a Catalyst* ». IEP Policy Brief n° 24, IEP Bocconi
- ^{xii} Banque de France (2026), « La recomposition du paysage du crédit à l'aune du développement de la dette privée et ses implications pour la stabilité financière », *Financial Stability Report*, janvier
- ^{xiii} Buch (C.) (2025), « [Hidden leverage and blind spots : addressing banks' exposures to private market funds](#) », *The Supervision Blog*, 3 juin.
- ^{xiv} Directive (UE) 2024/927 sur les gestionnaires de FIA II
- ^{xv} CSF (2025), [FSB publishes recommendations to address financial stability risks created by leverage in nonbank financial intermediation](#), Financial Stability Board, 9 juillet : « En parallèle, le CSF a également décidé de mener une analyse approfondie des vulnérabilités du crédit privé, qui inclura l'identification des défis en matière de données dans ce domaine. »
- ^{xvi} Banque centrale européenne (2024), « [Private markets, public risk? Financial stability implications of alternative funding sources](#) », *Financial Stability Review*, mai
- ^{xvii} Règlement (UE) n° 2023/606 ELTIF 2.0