

Encadré 2

## L'ACTIVITÉ DES FONDS DE PRÊTS AU LUXEMBOURG

Depuis la crise financière de 2007-2008, la réduction du levier d'endettement et les nouvelles contraintes réglementaires ont conduit les banques à ralentir leur octroi de crédits à l'économie réelle. La réduction du rôle des banques dans le financement de l'économie, combiné à une recherche de rendement de la part des investisseurs, a favorisé le développement des prêteurs alternatifs non-bancaires.

Selon le rapport « *Financing the economy 2016* » publié par l'AIMA (*Alternative Investment Management Association*), les îles Caïmans et le Luxembourg sont les pays de domiciliation les plus populaires pour les prêteurs alternatifs non-bancaires, suivis par l'Irlande, le Royaume-Uni et les États-Unis<sup>27</sup>. D'un point de vue réglementaire, l'octroi et l'acquisition de prêts peuvent être effectués par différents véhicules d'investissement au Grand-Duché, à savoir les fonds alternatifs, les organismes de titrisation et les sociétés de participations financières (SOPARFI)<sup>28</sup>.

Parmi ces différents acteurs, les fonds de prêts (*loan funds*) exercent un rôle croissant dans le financement de l'économie réelle, avec des implications potentielles pour le suivi des développements de crédit et les activités du système bancaire parallèle (*shadow banking*) dans la zone euro. Les fonds de prêts sont des intermédiaires financiers qui collectent l'épargne, principalement des investisseurs institutionnels. Leur activité consiste à octroyer et/ou à acquérir des crédits de sociétés non financières, qui peuvent être utilisés à des fins d'investissement, de croissance externe ou de refinancement, mais également pour le financement de projets immobiliers ou de projets d'infrastructures.

L'objectif de cet encadré est de présenter l'activité des fonds de prêts domiciliés au Luxembourg. Cette étude est basée sur les données compilées par la Banque centrale du Luxembourg (BCL) qui sont complétées, le cas échéant, par les informations contenues dans les états financiers disponibles dans le Registre du Commerce et des Sociétés (RCS). Les principales catégories de fonds de prêts sont présentées dans un premier temps afin de mettre en place le contexte de l'analyse. L'environnement réglementaire des fonds de prêts au Luxembourg et leur activité en termes de compositions de bilan et de détentions de portefeuille sont ensuite abordés dans un deuxième temps, avant de proposer des éléments de réflexion concernant les implications potentielles au niveau de l'analyse monétaire et de la stabilité financière.

### Typologie des fonds de prêts

Deux catégories principales de fonds de prêts peuvent être distinguées en fonction du type d'instruments financiers dans lequel ces fonds investissent : (i) les fonds de prêts senior (*senior loan funds*) acquièrent des prêts à effets de levier (*leveraged loans*) qui ont été accordés à des entreprises de moyenne et de grande taille et qui sont négociés sur le marché secondaire des prêts syndiqués et, (ii) les fonds de dette privée (*private debt funds*) octroient et acquièrent des prêts généralement accordés à des entreprises de petite et de moyenne tailles qui recourent à des instruments non cotés qui s'échangent sur des marchés de gré à gré caractérisés par de très faibles volumes de transactions.

Les prêts senior (*senior loans*) sont des prêts accordés à des entreprises de qualité *non-investment grade* pour financer des acquisitions, pour restructurer une dette ou supporter une expansion. Les prêts senior sont sécurisés par des garanties adossées sur les actifs de l'entreprise et sont prioritaires au niveau du remboursement de la dette<sup>29</sup>. Par conséquent, les pertes en cas de défaut de l'emprunteur sont plus limitées par rapport aux obligations à haut rendement, en particulier lorsque des clauses protectrices (*covenants*) sont ajoutées aux contrats de prêt. Les prêts senior sont aussi appelés prêts à effet de levier ou prêts à taux variables, d'une part, parce qu'ils rajoutent du levier d'endettement à des entreprises qui sont déjà lourdement endettées, et, d'autre part, parce que les intérêts payés

27 Le rapport est disponible sous le lien suivant : <https://www.aima.org/uploads/assets/uploaded/2bf221d8-6f9a-4d9d-b946b09374cd94fa.pdf>

28 Ogier (2016) « *Direct lending and Luxembourg debt funds* », Mai 2016.

29 Pour plus de détails, voir Voya (2017) « *Diversify your portfolio with senior loans* », Investor insight, Février 2017.

sur ces dettes sont périodiquement réajustés, sur une base mensuelle ou trimestrielle, en fonction des variations de taux sur le marché monétaire. Enfin, les prêts senior sont souvent labellisés comme prêts bancaires (*bank loans*) étant donné que ces instruments sont négociés sur le marché secondaire des prêts syndiqués par des banques.

Les prêts senior sont un instrument de diversification intéressant pour un portefeuille puisqu'ils représentent une catégorie intermédiaire entre les obligations à haut rendement et les obligations d'entreprises *investment grade* en termes de couple rendement/risque. Ils fournissent, en effet, un rendement plus élevé car les entreprises qui émettent ces prêts sont notées en dessous de la catégorie *investment grade*. En outre, le risque de taux d'intérêt est plus faible que pour les instruments à revenu fixe traditionnels. De par leur structure à taux variable, la durée des prêts senior, c'est-à-dire la sensibilité du prix des titres à un changement de taux d'intérêt sur le marché, est marginale, ce qui confère à ces actifs une qualité de couverture en période de hausse des taux d'intérêt. Enfin, étant donné que ces titres sont prioritaires dans la structure du financement des entreprises, le risque de crédit est également plus limité en comparaison avec des obligations à haut rendement. Cependant, la structure à taux variable de ces prêts les rend tributaires de la capacité de remboursement des emprunteurs en période de hausse des taux d'intérêt sur le marché monétaire. En outre, le risque de marché subsiste bel et bien pour cette classe d'actifs en cas de survenance d'un événement de défaut de grande ampleur (voir la faillite de Lehman Brothers en octobre 2008), et ce d'autant plus que le risque de liquidité demeure plus élevé que sur le marché traditionnel des obligations d'entreprises<sup>30</sup>.

(ii) À côté du marché plus traditionnel des prêts syndiqués, le marché de la dette privée (*private debt*) a gagné de l'importance depuis la dernière crise financière. Ce marché est davantage associé à des fonds de prêts impliqués dans le financement de petites et moyennes entreprises, ou dans le financement de projets immobiliers ou de projets d'infrastructures<sup>31</sup>.

Le financement par la dette privée diffère du financement obligataire traditionnel. Selon l'AIMA<sup>32</sup>, "[p]rivate credit is credit that is extended to companies or projects on a bilaterally negotiated basis. It is not publicly traded such as many corporate bonds and is originated or held by lenders other than banks. It takes various legal forms including loans, bonds, notes or private securitization issues". En outre, par opposition aux obligations émises sur les marchés de dettes publiques, les dettes privées sont généralement collatéralisées ou protégées par des covenants sur les contrats de prêt.

Les fonds de dettes privées (*private debt funds*) fournissent des facilités de financement à des entreprises par le biais d'un large éventail d'instruments qui englobe l'ensemble de la structure du financement : dette senior sécurisée et non-sécurisée, prêts mezzanine, financement unitranche à taux fixe combinant à la fois la dette senior et la dette subordonnée, mais aussi quasi-fonds propres (c'est-à-dire obligations convertibles et actions préférentielles). Les fonds de dettes privées peuvent acquérir ces instruments sur des marchés de gré à gré et/ou initier ces opérations de financement en structurant directement les contrats de prêt avec les entreprises.

Selon le Conseil de Stabilité Financière (CSF), trois modèles de prêt direct (*direct lending*) ont émergé au cours des dernières années<sup>33</sup> : (i) dans le premier modèle (*bilateral lending*), les institutions non-bancaires développent une expertise en matière d'analyse du risque de crédit, de valorisation du collatéral et du recouvrement de créances, (ii) dans le deuxième modèle (*specialized loan funds*), un gérant de fonds regroupe un certain nombre de prêts que les investisseurs non-bancaires peuvent financer en achetant des parts. Dans ce segment de marché, les fonds de *private equity* capitalisent sur leur expertise en identifiant des entreprises cibles à des fins d'acquisition et l'étendent

30 En dépit des initiatives du *Loan Syndications and Trading Association* (LSTA) de rendre les transactions sur les prêts senior plus efficaces et uniformes, par exemple à travers la création de codes ISIN et le développement d'un indice de marché, le *S&P/LSTA Leveraged Loan Index*, le marché secondaire des prêts syndiqués est moins liquide que celui des obligations d'entreprises.

31 Pour plus de détails, voir L. Petit et T. de Vergnes, "Le nouveau paysage de la dette privée en Europe", NextFinance, Avril 2015.

32 <https://www.aima.org/acc/about-private-credit.html>

33 Voir Annexe 3 du rapport 2013 du CSF sur le *shadow banking* pour une description des trois principaux modèles identifiés au niveau des activités de prêt direct par des fonds, et H. Kraemer-Eis et al. (2014) "Institutional non-bank lending and the role of debt funds", EIF Research & Market Analysis, Working Paper 2014/25, pour une présentation d'exemples pratiques d'activités de prêts non-bancaires dans différents pays européens.

au financement par la dette. (iii) Dans le troisième modèle (*co-origination with a bank*), une non-banque et une banque entrent dans un partenariat dans lequel la banque assure le suivi des emprunteurs, initie les contrats de prêts, et les distribue à la non-banque, qui fournit le financement de ces opérations.

Pour les petites et moyennes entreprises, les fonds de dettes privées représentent une source de financement alternative au crédit bancaire traditionnel. En effet, alors que des grandes entreprises peuvent accéder à des sources de financement non-bancaires en émettant des obligations sur les marchés de dettes publics, les petites et moyennes entreprises ne possèdent pas la taille critique pour le faire. En outre, les entreprises avec un niveau de qualité de crédit plus faible qui se retrouvent en situation de rationnement du crédit par les banques peuvent ainsi recourir à des prêteurs non-bancaires. Dans une autre optique, les projets d'infrastructures peuvent engager des horizons de financement qui sont trop longs pour les marchés obligataires publics. De ce fait, les prêteurs non-bancaires spécialisés dans la création et/ou l'acquisition de dettes senior et subordonnées liées à des projets d'infrastructures constituent une alternative intéressante pour le financement de ces projets.

Du point de vue des investisseurs, les fonds de dettes privées offrent une grande variété de profils risque/rendement. D'un côté, les fonds qui investissent dans la dette adossée à des projets d'infrastructure sont très attractifs pour les compagnies d'assurance et les fonds de pension qui recherchent des flux de revenus stables sur le long terme<sup>34</sup>. De l'autre côté, les fonds qui acquièrent des dettes d'entreprises proches de la faillite (*distressed debt*) ou des prêts non-performants (*non-performing loans*) cédés par des banques offrent le profil risque/rendement le plus élevé. Les stratégies intermédiaires incluent, entre autres, les fonds de dettes privées qui investissent dans la dette mezzanine. Ces prêteurs alternatifs sont généralement des fonds de *private equity* qui capitalisent sur leur expertise dans le domaine des opérations de rachats par emprunt (LBOs, *Leverage Buyout Operations*) pour construire un portefeuille de dette mezzanine. Dans la structure de financement d'une entreprise, la dette mezzanine est subordonnée en priorité de paiement à la dette senior. Les intérêts payés sont donc plus élevés, mais le principal avantage de la dette mezzanine réside dans le fait qu'elle permet au prêteur d'entrer dans le capital de l'entreprise, une fois que les intérêts ont été payés. Le retour sur investissement est alors particulièrement élevé lorsque le prêteur transforme la dette mezzanine en bons de souscription d'actions avant de les revendre.

#### *L'environnement réglementaire au Luxembourg*

Contrairement à d'autres pays comme l'Irlande et la France, le Luxembourg n'a pas adopté de cadre réglementaire spécifique pour les fonds de prêt. Cependant, le cadre juridique existant au Luxembourg est suffisamment flexible pour permettre à des fonds d'investissement de poursuivre une activité de crédit.

Les prêts ne sont pas éligibles dans le cadre de la Directive OPCVM (Organismes de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières). Par conséquent, les fonds d'investissement qui s'engagent dans des activités de prêts opèrent de facto sous la Directive relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM, *Alternative Investment Fund Manager*). Suite à la publication de l'opinion de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) concernant un cadre européen sur la création de prêts par les fonds d'investissement<sup>35</sup>, la CSSF a mis à jour sa rubrique FAQ sur son site internet pour préciser que la création de prêt et la participation/acquisition de prêts ne sont pas interdites par la Directive AIFM<sup>36</sup>. "*Loan origination is the process, initiated by its AIFM or the AIF itself, of actively granting a loan as part of its investment policy. [...] this concept refers to, and may comprise all relevant steps in the origination process, that is, among others, receiving and processing loan applications, performing the credit assessment and borrower selection, setting the characteristics of a specific loan (e.g. pricing (interest rates and fees), type of documentation, collateral requirements),*

34 La dette d'infrastructure est différente de la dette d'entreprise dans la mesure où les flux de trésorerie qui remboursent les prêteurs proviennent principalement de revenus prévisibles issus de projets bénéficiant de monopoles ou de quasi-monopoles (e.g. transports, énergie, traitement de l'eau ou télécommunications).

35 <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-opinion-eu-framework-loan-origination-investment-funds>

36 [http://www.cssf.lu/fileadmin/files/AIFM/FAQ\\_AIFMD.pdf](http://www.cssf.lu/fileadmin/files/AIFM/FAQ_AIFMD.pdf)

*monitoring, servicing and provisioning. Loan participation/acquisition by an AIF is the process, initiated by its AIFM or, where applicable, by the AIF itself, of purchasing/acquiring all or parts of an existing loan or package of loans on the secondary market from a third party after its origination. It also refers to any other way for the AIF to acquire loans as an investment apart from loan origination (such as e.g. participation in syndicated loans)."*

#### *Statistiques descriptives et composition du bilan*

Le champ de cette étude se focalise sur les fonds d'investissement non-OPCVM qui sont impliqués dans l'octroi de crédit à travers la création et/ou l'acquisition de prêts. Par conséquent, le champ de l'étude englobe les fonds d'investissement qui détiennent (directement ou indirectement) des portefeuilles de crédit et qui opèrent dans le cadre de la loi sur les Fonds d'Investissement Spécialisés (FIS), la partie II de la loi de 2010, la loi sur les Sociétés d'investissement en capital risque (SICAR), ainsi que les Fonds d'investissement alternatifs non-réglementés qui incluent, notamment, les Fonds d'Investissement Alternatifs Réservés (FIAR).

Actuellement, la base signalétique de la CSSF ne permet pas d'identifier les fonds de prêts, et il n'existe pas non plus de critère de sélection dans Bloomberg qui permette d'élaborer une telle liste. L'échantillon de fonds de prêts référencé par les services statistiques de la BCL, qui sert de base à cette étude, est donc inédit. Cet échantillon a été établi à partir de l'analyse de la politique d'investissement des 4 700 fonds alternatifs recensés par la BCL pour la période de décembre 2018. Les informations présentées dans les tableaux et graphiques suivants proviennent de la collecte statistique de la BCL. En raison de différences méthodologiques concernant la définition retenue pour les fonds de prêts, les chiffres présentés ci-dessous ne sont pas directement comparables avec l'enquête récemment publiée par KPMG/ALFI qui évalue à environ 50 milliards d'euros les actifs sous gestion pour ce segment de marché<sup>37</sup>.

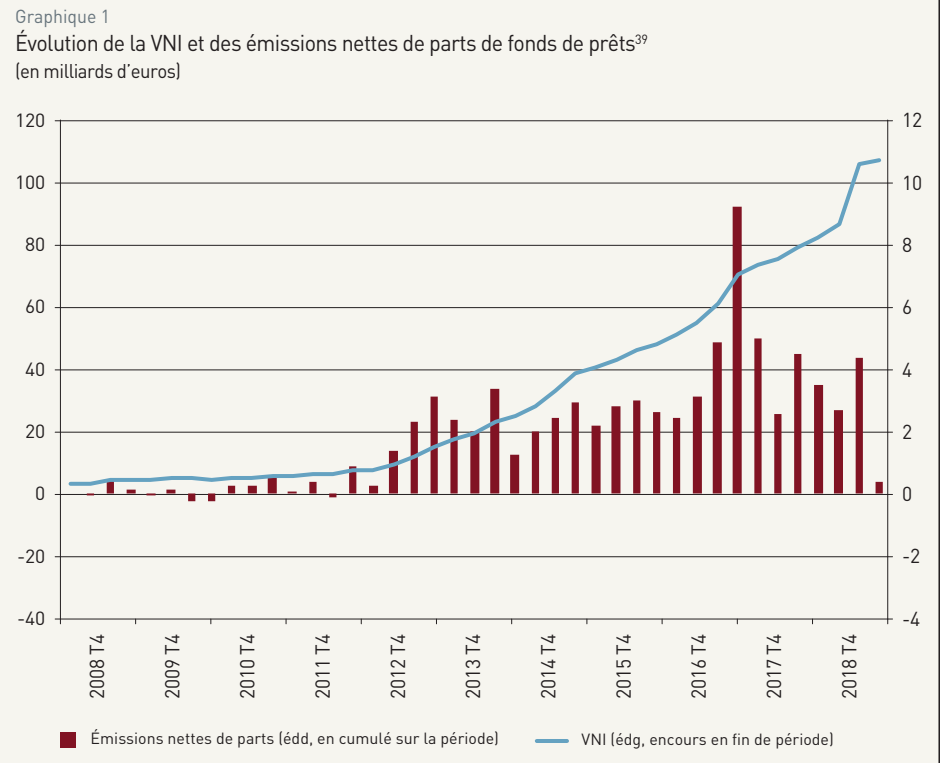
Le graphique 1 présente l'évolution de la Valeur Nette d'Inventaire (VNI) et les émissions nettes de parts des fonds de prêts domiciliés au Luxembourg sur la période allant de décembre 2008 à décembre 2018. L'activité des fonds de prêts domiciliés au Luxembourg a significativement augmenté au cours de la période sous revue pour atteindre 106,5 milliards d'euros à la fin du mois de décembre 2018, répartis entre 399 entités. Les 20 plus grands compartiments représentaient environ 40 % du total des actifs sous gestion. 68,3 % de l'activité de ces prêteurs non-bancaires est enregistrée sous la loi sur les FIS, 15,7 % sous la partie II de la loi de 2010, 13,3 % sous la loi sur les FIAR, et, enfin, 2,7 % sous la loi sur les SICAR<sup>38</sup>.

L'activité des fonds de prêts ventilée selon la nature de leur activité est présentée dans le graphique 2. La majeure partie de l'activité sur ce segment de marché est due à des fonds de prêts senior (*senior loan funds*), c'est-à-dire des fonds qui investissent principalement dans des titres négociés sur le marché secondaire des prêts syndiqués par des banques. La taille moyenne de ces fonds, qui sont principalement gérés par de grandes sociétés de gestion et des institutions spécialisées dans les stratégies de crédit, est supérieure à 600 millions d'euros. Les fonds de dettes immobilières et de dettes infrastructures (*real estate and infrastructure debt funds*) sont également un acteur important du paysage des fonds de prêts domiciliés au Luxembourg. L'encours des actifs sous gestion adossé à des projets immobiliers et des projets d'infrastructures atteignait respectivement 12,7 milliards d'euros et 2,9 milliards d'euros à la fin de l'année 2018. Les fonds de dettes privées et de prêts directs (*private debt and direct lending funds*), qui comprennent les fonds investissant dans un large éventail d'instruments de dettes non cotées, incluant la dette mezzanine, affichent quant à eux une VNI de 20,5 milliards d'euros. Les fonds de stratégie multi-crédits (*multi-credit strategy funds*), qui utilisent les prêts senior, les produits structurés et la dette privée comme instruments alternatifs de diversification dans le cadre de leur portefeuille obligataire, et les fonds de fonds de prêts, qui sont spécialisés dans la sélection de parts émises par des fonds de prêts, gèrent respectivement 9,1 milliards d'euros et 5,2 milliards d'euros d'actifs. Enfin, les fonds de prêts qui investissent

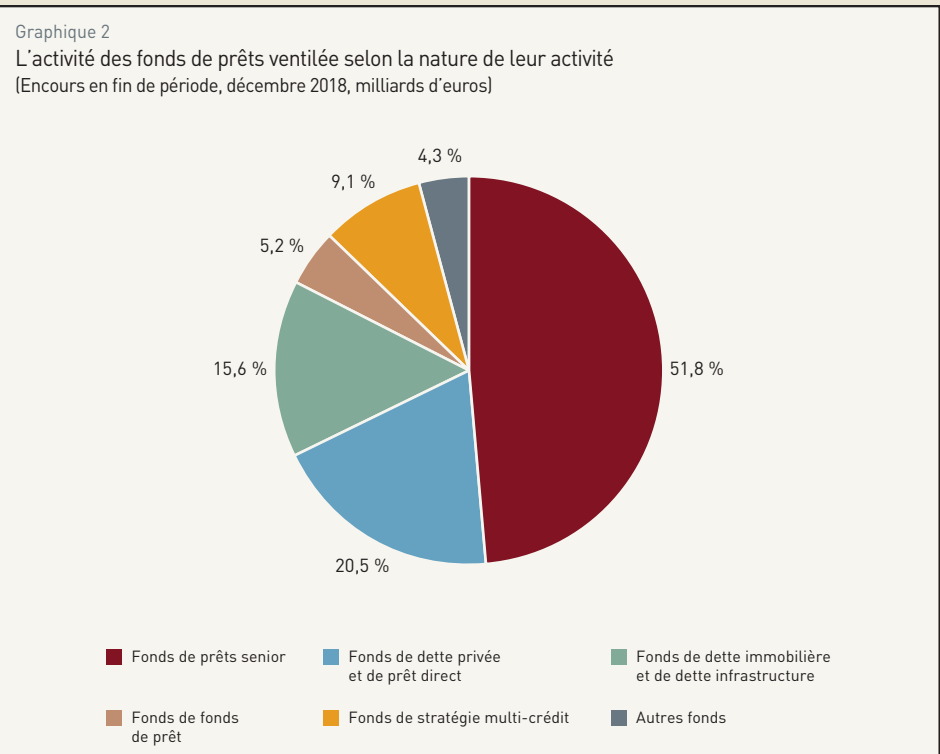
37 À noter en outre que les fonds de microfinance, qui font partie de l'enquête de KPMG/ALFI sur les fonds de prêt, ont été volontairement exclus du champ de cette étude.

38 Selon l'étude de KPMG/ALFI sur les fonds de prêt, la ventilation est respectivement de 78 % pour les FIS, 13 % pour les FIAR, et 9 % pour les OPCs de la Partie II de la loi de 2010, alors que les SICAR sont seulement marginales.

dans d'autres actifs comme les obligations structurées adossées à des prêts senior (*Collateralised Loan Obligations*, CLOs), les créances commerciales (*trade receivables*), les dettes d'entreprises proches de la faillite (*distressed debt*) ou les prêts non-performants (*non-performing loans*) complètent l'échantillon avec une VNI d'environ 4,3 milliards d'euros.<sup>39</sup>



Source : BCL



Source : BCL

<sup>39</sup> L'analyse des émissions nettes de parts est assez difficile à réaliser en raison de l'existence d'un biais du survivant (*survivorship bias*). En effet, étant donné que la liste des fonds de prêts a été établie pour la période de référence de décembre 2018, l'impact des fermetures de fonds sur les transactions n'est pas pris en compte sur la période de l'échantillon. Il est aussi important de noter que les fonds d'investissement alternatifs non réglementés ont été intégrés dans la série à partir du mois d'août 2018. Actuellement, seuls les fonds d'investissement alternatifs non réglementés qui dépassent le seuil de 500 millions d'euros sont sujets à la collecte statistique de la BCL. Voir à ce sujet la circulaire BCL 2018/241.

La composition du bilan agrégé des fonds de prêts est présentée dans le tableau 1. Avec un actif total de 119,0 milliards d'euros et une VNI de 106,5 milliards d'euros, les fonds de prêts affichent un levier d'endettement de 10,5 %. Par conséquent, le levier d'endettement n'est pas une caractéristique saillante dans la stratégie des fonds de prêts, en particulier lorsque les prêts intra-groupes sont pris en compte dans le calcul du ratio.

Tableau 1 :

**Composition du bilan des fonds de prêt**

(encours en fin de période, décembre 2018, milliards d'euros)

<b>DÉPÔTS ET CRÉANCES</b>	<b>20,9</b>	<b>EMPRUNTS</b>	<b>6,2</b>
dont dépôts bancaires	5,9	dont dette	1,7
dont créances sur des entreprises	1,9	dont repos et ventes à découvert	1,3
dont créances sur des AIFs	13,1	dont financement intra-groupe	3,2
<b>TITRES DE CRÉANCE</b>	<b>69,8</b>		
dont obligations	4,8		
dont prêts senior	42,6		
dont produits structurés	8,2		
dont dette privée	14,2		
<b>TITRES DE PARTICIPATIONS</b>	<b>21,1</b>	<b>VALEUR NETTE D'INVENTAIRE</b>	<b>106,5</b>
dont actions cotées	1,4		
dont parts de fonds	8,4		
dont actions non cotées	1,9		
dont participation dans des sociétés affiliées	9,4		
<b>AUTRES ACTIFS ET INSTRUMENTS FINANCIERS DÉRIVÉS</b>	<b>7,2</b>	<b>AUTRES PASSIFS ET INSTRUMENTS FINANCIERS DÉRIVÉS</b>	<b>6,3</b>
Total de l'actif	119,0	Total du passif	119,0

Source : BCL

Concernant l'actif du bilan, les dépôts reflètent principalement le besoin des fonds ouverts de détenir un montant suffisant de liquidités en cas de retraits non anticipés des détenteurs de parts. De manière assez intéressante, le montant de créances sur les autres intermédiaires financiers (AIF) est relativement élevé, ce qui illustre le fait que les fonds de prêts utilisent souvent des véhicules ad-hoc (*special purpose vehicles*, SPV) pour cibler leur portefeuille d'actifs. L'existence de structures à double niveau impliquant des SPV est également mis en évidence par l'importance des participations détenues dans des sociétés affiliées, la plupart d'entre elles étant domiciliées au Luxembourg.

Les prêts senior constituent l'essentiel du portefeuille de dettes des fonds de prêts avec un encours de 42,6 milliards d'euros, parmi lesquels 70 % sont émis par des sociétés non-financières américaines. Sur les détentions restantes, 8,0 milliards d'euros sont émis par des sociétés non-financières de la zone euro, parmi lesquels 2,3 milliards d'euros sont émis par des entités domestiques, principalement des filiales financières de compagnies étrangères opérant au Luxembourg.

En ce qui concerne les instruments de dette privée, qui incluent un large ensemble d'instruments non cotés englobant l'ensemble de la structure du financement des entreprises, les émetteurs sont principalement des résidents du Luxembourg, des autres pays de la zone euro et, dans une moindre mesure, des États-Unis, avec des encours respectifs de 5,0 milliards, 4,5 milliards et 1,8 milliards d'euros. De nouveau, les positions vis-à-vis des entités luxembourgeoises reflètent l'utilisation de SPV par des fonds de dettes privées. Les produits structurés (*Asset Backed Securities* et *Collateralised Loan Obligations*) détenus dans le portefeuille sont quant à eux principalement émis par des véhicules de titrisation domiciliés au Luxembourg (3,9 milliards d'euros), dans les autres pays de la zone euro (1,7 milliard d'euros), dans les îles Caïmans (0,9 milliard d'euros), et aux États-Unis (0,3 milliard d'euros).

L'activité des fonds de fonds de prêts est reflétée par la détention de parts de fonds, parmi lesquelles près de la moitié sont émises par des entités luxembourgeoises. Enfin, les actions non cotées comprennent des instruments tels que les actions préférentielles et les actions ordinaires, c'est-à-dire les instruments utilisés dans le cadre des stratégies des fonds de dettes privées, en particulier lorsque des opérations de rachats par effet de levier (*Leverage Buy Out*, LBOs) sont concernées.

#### *Implications pour l'analyse monétaire et la stabilité financière*

Le marché des prêts à effets de levier et de la dette privée fait partie du système bancaire parallèle (*shadow banking*) qui s'est développé au cours des décennies précédentes. Une part croissante des prêts aux sociétés non financières se situe désormais dans les bilans des fonds de prêts, qui opèrent en dehors du champ de réglementation du secteur bancaire.

L'activité des fonds de prêts a plusieurs implications pour l'analyse monétaire et le suivi des développements du crédit dans la zone euro : (i) le marché des prêts senior permet aux banques de restructurer leur portefeuille de prêts en les vendant aux investisseurs sur les marchés secondaires. Par conséquent, l'acquisition de prêts senior par les fonds de prêts permet d'alléger le bilan des banques et, ce faisant, d'augmenter leur capacité à créer de nouveaux prêts<sup>40</sup>. (ii) L'encours de crédits détenu par ces fonds n'est pas inclus dans les agrégats monétaires, qui sont basés sur les statistiques des institutions financières et monétaires, à savoir les banques et les fonds monétaires<sup>41</sup>. Or, l'activité des fonds de prêts devrait être prise en compte dans l'analyse des développements de crédits de la même manière que les émissions obligataires, c'est-à-dire un faible taux de croissance des prêts aux sociétés non financières ne signifie pas nécessairement un ralentissement du crédit ou un faible niveau d'activité des entreprises dans la mesure où ces dernières peuvent recourir à des instruments de financement alternatifs, en l'occurrence, par le biais des émissions de dettes privées<sup>42</sup>.

Du point de vue de la stabilité financière, les risques liés au marché américain des prêts à effet de levier ont récemment été mis en avant par de nombreux organismes, notamment la Réserve fédérale, le Fonds monétaire international et la Banque des règlements internationaux. En effet, le marché des prêts à effets de levier affiche certaines similitudes avec les développements qui ont précédé la crise des *subprime* : (i) les crédits sont octroyés à taux variables à des entreprises qui sont déjà lourdement endettées, ce qui signifie que la probabilité de défaut augmente avec la remontée des taux d'intérêt par la Réserve fédérale. (ii) La qualité des emprunteurs a tendance à diminuer et la part des contrats de prêts à clauses allégées (*covenant-lite*) augmente au fil du temps. (iii) Ces prêts sont souvent restructurés sous forme de CLOs par des véhicules de titrisation pour être vendus sur les marchés financiers à des investisseurs institutionnels et notamment à des fonds d'investissement. Dans ces circonstances, l'exposition des fonds luxembourgeois au marché américain des prêts à effet de levier devrait faire l'objet d'une attention particulière, étant donné que les perturbations sur ce marché pourraient potentiellement se traduire par des rachats de parts et, ce faisant, engendrer de possibles effets de contagion à d'autres segments du secteur financier.

40 Pour une présentation du marché européen des prêts à effet de levier et leur rôle dans la restructuration du bilan des banques, voir A. Lehmann (2018) « *Risk reduction through Europe's distressed debt market* », Bruegel, Policy contribution, Issue n°2, Janvier 2018.

41 L'activité des fonds de prêts est cependant prise en compte dans une analyse plus approfondie focalisée sur le financement externe des sociétés non financières qui intègre, à part les prêts bancaires, le financement par émission d'actions, le financement par émissions obligataires et les prêts des autres intermédiaires financiers. Voir par exemple les statistiques sur les ménages et entreprises publiées régulièrement par la BCE, dont les dernières données sont disponibles sous [http://sdw.ecb.europa.eu/web/generator/prl/pr\\_qsa\\_0101\\_2018q4.pdf](http://sdw.ecb.europa.eu/web/generator/prl/pr_qsa_0101_2018q4.pdf).

42 Il est important de noter que l'identification du pays de domiciliation des sociétés non financières auxquelles les prêts sont accordés n'est pas toujours évidente, en particulier lorsque les fonds de prêts utilisent une structure à double niveau pour cibler leur portefeuille d'actifs.