

FINANCER LES ENTREPRISES INNOVANTES EN EUROPE

Recommandations pour résorber le déficit de financement des *scale-ups*, approfondir l'Union de l'épargne et de l'investissement et renforcer la compétitivité de l'Europe

Janvier 2026

Préface

Dans le cadre des travaux engagés pour faire avancer l'Union de l'épargne et de l'investissement (UEI), nous avons été mandatés, le 16 juillet 2025, par le ministre français de l'Économie et des Finances, Éric Lombard, et par le ministre fédéral allemand des Finances, Lars Klingbeil, afin d'identifier des mesures concrètes et opérationnelles visant à améliorer l'accès au financement des entreprises européennes en croissance, en particulier lors de la phase d'accélération de leur développement (« *scale-ups* »).

C'est dans ce contexte qu'a été lancée l'initiative franco-allemande FIVE (*Financing Innovative Ventures in Europe* – Financer les entreprises innovantes en Europe). La préparation de ce rapport a été conduite avec l'appui d'une équipe d'experts issus du ministère fédéral allemand des Finances, du ministère français de l'Économie et des Finances et du ministère fédéral allemand de l'Économie et de l'Énergie.

Ce rapport formule ainsi des recommandations concrètes visant à améliorer l'accès au financement *late stage* pour les entreprises européennes innovantes, qui rencontrent souvent des difficultés pour passer à l'échelle. Cet enjeu semble indissociable de l'objectif de renforcement de la compétitivité de l'Union européenne et de la mise en œuvre effective d'un marché de capitaux européen plus intégré et efficace.

Nos travaux résultent d'un important travail de consultation des parties prenantes à travers l'Europe, impliquant plus de 50 interlocuteurs, y compris des investisseurs, des entrepreneurs, des décideurs publics, des régulateurs et des experts sectoriels. Ils nous ont apporté constats, analyses, et propositions. Nous leur exprimons notre plus sincère gratitude pour la qualité de leurs contributions.

Les résultats de ces entretiens, croisés à nos analyses, ont été consolidés dans ce rapport, qui présente des recommandations opérationnelles, structurées autour de cinq axes prioritaires.

Nous adressons enfin nos chaleureux remerciements à notre équipe d'experts français et allemands pour leur soutien dans le déroulement de l'initiative FIVE : Jasper Anger, Dr Hendrik Brinckmann, Andreas Hamann, Dr Kasper Krolop, Jean de Livonnière, Mathieu Marceau, Victor Maujean, Samuel Rogers, Grégoire Seguin, Florian Surre, Henrik Voigt et Evgeniya Yushkova.

Dr. Jörg Kukies

*Ancien ministre allemand des
Finances*

Christian Noyer

*Gouverneur honoraire de la Banque de
France*

Janvier 2026

Sommaire

1. Synthèse	6
1.1. Notre capacité à transformer nos <i>start-ups</i> en géants technologiques mondiaux est une condition essentielle de notre prospérité et notre souveraineté	6
1.2. Le déficit de financement des <i>scale-ups</i> s'explique par des causes structurelles : l'absence de <i>pools</i> de capitaux suffisamment profonds liée à l'architecture des systèmes de retraite européens, l'aversion pour le risque des investisseurs institutionnels, les contraintes réglementaires et la fragmentation du marché unique en sont les principales	8
1.3. Cinq réformes à mettre en œuvre en priorité afin de combler le déficit de financement de l'innovation en Europe	11
2. Notre capacité à transformer nos <i>start-ups</i> en géants technologiques mondiaux est une condition essentielle de notre prospérité et notre souveraineté	17
2.1. À ce jour, l'Europe n'a pas été capable de faire naître des champions mondiaux dans les secteurs innovants	17
2.2. Sans la création de nouveaux géants technologiques, l'Europe risque de manquer ses objectifs en termes de croissance de la productivité et d'investissement	18
2.3. Les difficultés de l'Europe à faire émerger des champions technologiques de rang mondial sont également porteuses de risques majeurs pour l'autonomie stratégique du continent	20
2.4. La pénurie de champions technologiques de rang mondial en Europe est un paradoxe, compte tenu de la vigueur de son écosystème de <i>start-ups</i> en <i>early stage</i> et de ses avantages structurels considérables en matière d'innovation	21
2.5. Ce paradoxe résulte essentiellement du déficit de <i>scale-ups</i> en Europe, dû à un manque de capital-risque pour le financement de la phase <i>late stage</i>	23
2.6. Ce déficit s'explique également par l'absence d'un vaste marché unique européen, suffisamment intégré et ouvert à l'innovation	27
2.7. L'Europe se trouve à un moment charnière, qui nécessite de prendre sans attendre des mesures ambitieuses	29
3. Pour financer l'innovation, les États membres de l'UE devront développer les régimes de retraite par capitalisation pour compléter leurs régimes de retraite par répartition	33
3.1. En l'absence d'un vaste bassin d'actifs d'épargne-retraite, l'Europe restera dans l'incapacité de financer l'innovation à grande échelle	33
3.2. La Suède offre une bonne illustration d'une transition réussie vers un système de retraite hybride, contribuant de façon substantielle au financement de l'innovation nationale	42

- 3.3. À l’instar de la Suède, les États membres de l’UE doivent entreprendre des réformes ambitieuses de leurs systèmes de retraite complémentaire et supplémentaire pour relever le double défi du vieillissement de la population et du déficit de financement de l’innovation 50

4. Une plus grande proportion des *pools* de capitaux institutionnels et de détail devrait être mobilisée pour financer l’innovation 58

- 4.1. Compte tenu du temps long qu’exige la mise en œuvre de possibles réformes des retraites, débloquer les bassins existants de capitaux institutionnels, notamment ceux des assureurs, est un élément essentiel à court terme 58
- 4.2. Afin de continuer à promouvoir l’allocation des investisseurs institutionnels européens dans le capital-risque, des initiatives comme Tibi et WIN doivent être déployées dans tous les États membres de l’UE 64
- 4.3. La transparence, la liquidité et la taille insuffisantes des fonds sont parmi les autres obstacles non prudentiels à éliminer 71
- 4.4. La participation des investisseurs de détail au financement des entreprises en croissance devrait être encouragée, dans des conditions de risque adaptées 73

5. Les dispositifs de financement publics nationaux et européens doivent continuer de soutenir l’écosystème de financement de l’innovation, en l’aidant à franchir une nouvelle étape 78

- 5.1. Les mécanismes de financement public à l’échelle européenne, qui ont joué un rôle crucial, doivent être maintenus et optimisés, afin d’en maximiser les effets 78
- 5.2. L’Europe doit donner la priorité aux mécanismes stimulant véritablement le *late stage*, en adaptant les instruments publics nationaux et européens aux besoins des *scale-ups* 86

6. Créer un 28^{ème} régime juridique applicable aux entreprises est nécessaire pour faciliter l’expansion et le financement transfrontalier des *scale-ups* européennes 91

- 6.1. L’absence de cadre juridique harmonisé engendre une complexité juridique et un renchérissement des opérations de financement lorsque les entreprises tentent de se développer dans l’UE 92
- 6.2. Un 28^{ème} régime instaurant une nouvelle forme juridique de société européenne pour accélérer la croissance des *scale-ups* 94
- 6.3. Outre le droit des sociétés, les dispositifs de *stock-options* sont un autre domaine dans lequel une plus grande uniformisation pourrait réduire les obstacles au développement des entreprises 99

7. Le soutien des besoins de financement à long terme des entreprises innovantes passe par l’amélioration des cadres

juridiques actuels en matière d'introduction en bourse et de négociation

102

- 7.1. Les marchés de capitaux européens devraient offrir des conditions de financement plus attractives aux entreprises innovantes 102
- 7.2. Si l'urgence est d'étoffer la base d'investisseurs de long terme pour redynamiser l'activité des introductions en bourse, des mesures devraient être prises dans plusieurs domaines pour renforcer l'attractivité de la cotation dans l'UE 110
- 7.3. L'UE doit non seulement renforcer l'attractivité de la cotation, mais aussi favoriser une intégration renforcée et une liquidité accrue sur ses plateformes 117

8. Annexes

122

- 8.1. Proposition, par Veil et Vetter, de création de l'*European Uniform Corporation* (EUC) : une nouvelle forme juridique de société visant à renforcer le financement de l'innovation de l'Europe 122
- 8.2. Proposition, par le Haut Comité juridique de la place financière de Paris, de création d'une société européenne simplifiée 128

1. Synthèse

1.1. Notre capacité à transformer nos *start-ups* en géants technologiques mondiaux est une condition essentielle de notre prospérité et notre souveraineté

L'Europe peine à produire des champions technologiques d'envergure mondiale : au cours des cinquante dernières années, elle n'a créé qu'un petit nombre d'entreprises dont la capitalisation boursière est supérieure à dix milliards d'euros, et aucune dont la valeur dépasse cent milliards d'euros, tandis que les États-Unis comptent des centaines d'entreprises valorisées à plus de dix milliards d'euros et six géants, dont la valeur est estimée à plus de mille milliards d'euros.

Sans la création de nouveaux géants technologiques, le continent risque de manquer ses objectifs en termes de croissance de la productivité et d'investissement. Si, à la fin du XX^e siècle, la productivité du travail dans la zone euro était semblable à celle des États-Unis, elle lui est désormais inférieure de près de 20 %¹, cet écart de productivité croissant étant presque entièrement imputable au secteur technologique. L'Europe est ainsi confrontée à un risque grandissant de décrochage, alors que, dans ce secteur technologique, où « le vainqueur rafle tout » (*winner-takes-all*), la création de valeur se concentre de manière croissante sur un petit nombre d'entreprises, principalement non européennes, et que la demande numérique européenne finance en grande partie les bénéfices, les investissements et les emplois hautement qualifiés en dehors de l'UE.

Les difficultés de l'Europe à faire émerger des champions technologiques de rang mondial sont également source de risques majeurs pour l'autonomie stratégique du continent. L'Europe reste très dépendante d'un petit nombre de fournisseurs non européens pour ses infrastructures numériques critiques, qu'il s'agisse de services d'hébergement de données, de *cloud* ou d'intelligence artificielle, ce qui ne lui laisse qu'un rôle limité dans le développement, la maîtrise et la diffusion de technologies stratégiques : les plateformes AWS, Microsoft Azure et Google Cloud représentent 70 % du marché européen du *cloud*, là où le plus grand fournisseur européen détient moins de 2 % de parts de marché². Cette dépendance crée des vulnérabilités réglementaires, commerciales et géopolitiques et affaiblit, à terme, l'autonomie stratégique de l'Europe, dans un contexte où la domination technologique est devenue un levier de pouvoir et d'influence déterminant.

Cette pénurie de champions technologiques en Europe est frappante, compte tenu de la vigueur de son écosystème de *start-ups*, et de ses avantages structurels en matière d'innovation. Bien que le continent ne compte que relativement peu d'acteurs parmi les grandes entreprises technologiques mondiales, il bénéficie d'un écosystème *start-up* particulièrement dynamique, le nombre d'entreprises en phase de démarrage (*early stage*) ayant quadruplé au cours de la dernière décennie³. Cette situation résulte en partie des

¹ Banque centrale européenne – The Past, Present and Future of European Productivity – Juin 2024 ([lien](#)).

² Parlement européen – European Software and Cyber Dependencies – Décembre 2025 ([lien](#)).

³ Atomico – State of European tech – Novembre 2024 ([lien](#)).

avantages structurels que présente l'Europe en matière d'innovation, notamment une activité de recherche scientifique de premier plan et un système d'enseignement supérieur mondialement reconnu. Ces atouts scientifiques et éducatifs se déclinent dans une production scientifique de grande qualité et un gisement dynamique de créations d'entreprises. Ce dynamisme dans l'*early stage* peine encore cependant à se traduire par l'émergence de grands champions technologiques de rang mondial.

Ce paradoxe reflète le manque de capacités financières des entreprises en phase avancée de développement (*late stage*) en Europe : le « *scale-up gap* ». Comme l'ont montré de nombreuses études, les entreprises européennes peinent à passer à l'échelle pour franchir le « *scale-up gap* », c'est-à-dire le stade critique de leur développement au cours duquel elles doivent passer d'une innovation éprouvée à une production à grande échelle et une distribution internationale. Lors de cette phase, il leur est nécessaire d'avoir accès à un marché étendu, suffisamment intégré et ouvert à l'innovation afin de soutenir leur expansion, mais aussi à des capitaux considérables pour soutenir une phase d'investissement intensive, coûteuse en trésorerie. Sur ce dernier point, l'Europe manque cruellement de capital-risque (*venture capital*) et capital-croissance (*growth capital*) à l'échelle nationale pour le financement des phases *late stage* : les investissements en capital-risque dans l'UE restent nettement plus bas qu'aux États-Unis (0,2 % du PIB seulement, contre 0,7 %), en particulier lors des phases de croissance (*growth*) et pré-entrée en bourse. Les fonds de capital-risque européens sont en moyenne significativement plus petits, et par conséquent moins aptes à soutenir les entreprises lors de levées de fonds successives de grande ampleur, ou à consentir des tickets de plus de 100 millions d'euros⁴.

Ce déficit de financement en capital-risque *late stage* pousse de nombreuses *scale-ups* européennes à rechercher des possibilités de financement et de cotation à l'étranger, voire, dans certains cas, à y déplacer leur siège social. Bien que la volonté de s'étendre à l'international et de disposer d'un accès à d'autres marchés puisse légitimement conduire à des développements hors de l'UE, les entreprises financées par des capitaux non européens ont aussi fréquemment transféré des pans importants de leurs activités dans un autre pays, en quête de marchés de capitaux plus massifs, d'une meilleure valorisation et de marchés boursiers plus profonds et liquides⁵.

Pour combler ce déficit de financement, il est nécessaire de prendre, sans attendre, des mesures ambitieuses, comme le propose le présent rapport, alors que l'Europe se trouve à un moment charnière : les besoins de financement de l'innovation ne cessent de s'accroître avec l'intelligence artificielle et la *deeptech*, l'écosystème du capital-risque a été fragilisé par l'épisode de hausse de taux d'intérêt, et les derniers événements géopolitiques nous rappellent l'impérieuse nécessité d'une souveraineté technologique effective.

⁴ Fonds monétaire international – Working Papers – Stepping Up Venture Capital to Finance Innovation in Europe – Juillet 2024 ([lien](#)).

⁵ JRC – Commission européenne – In search of EU unicorns - What do we know about them? ([lien](#)).

1.2. Le déficit de financement des *scale-ups* s'explique par des causes structurelles : l'absence de *pools* de capitaux suffisamment profonds liée à l'architecture des systèmes de retraite européens, l'aversion pour le risque des investisseurs institutionnels, les contraintes réglementaires et la fragmentation du marché unique en sont les principales

La persistance du déficit de financement des *scale-ups* en Europe s'explique par des facteurs structurels, le plus important étant l'absence de vastes *pools* de capitaux patients, disponibles pour soutenir les entreprises innovantes dans la durée. Dans ce contexte, les mécanismes de financement public ont joué un rôle essentiel et efficace dans le développement d'un écosystème de *start-ups* européennes ces dernières années. Cependant, ils ne peuvent pallier totalement ni le manque d'investisseurs institutionnels de long terme significatifs, capables d'engager des capitaux importants dans de multiples levées de fonds successives, ni les contraintes réglementaires persistantes et la fragmentation qui nuit à l'intégration des marchés de capitaux et à la mise en œuvre de stratégies de croissance à l'échelle du continent.

1.2.1. L'absence d'un profond bassin d'épargne-retraite en Europe contraint notre capacité à financer l'innovation

En Europe, les régimes de retraite par répartition sont majoritaires, ce qui limite l'accumulation de *pools* de capitaux à investir. Au sein de l'UE, les actifs des régimes de retraite financés par capitalisation ne représentent pas plus de 25 % du PIB, contre 150 % aux États-Unis. Seuls trois pays de l'UE – le Danemark, la Suède et les Pays-Bas – disposent de systèmes de retraite offrant une part significative à la capitalisation, combinant un régime universel public de base (en partie capitalisé en Suède et au Danemark) avec des systèmes de retraite professionnelle et individuelle capitalisés, de grande taille et matures.

Pourtant, les bassins d'épargne-retraite constituent, en théorie, la source de capitaux la plus adaptée au financement de l'innovation, en particulier pour le capital-risque, en raison de leur horizon de placement long et de la structure prévisible de leur passif, qui s'accorde bien avec le financement des *start-ups*, qui constituent par essence un placement illiquide et de long terme. Dans ce contexte, l'existence de régimes de retraite par capitalisation s'accompagne statistiquement, pour un pays donné, d'un taux plus élevé d'investissement en capital-risque.

L'épargne-retraite peut également contribuer fortement au financement de l'innovation par le biais des actions cotées, dans la mesure où, dans la plupart des économies développées, la masse des bassins d'épargne-retraite est directement corrélée à la profondeur des marchés cotés. Cette corrélation ne se limite pas aux seuls régimes de retraite professionnelle : la participation des ménages aux marchés de capitaux par le biais des comptes d'épargne individuels est également plus importante dans les pays où les systèmes de retraite professionnelle par capitalisation sont bien développés, en particulier grâce aux niveaux élevés d'éducation financière dans les pays disposant de systèmes de retraite hybrides.

1.2.2. Les encours institutionnels européens restent insuffisamment investis dans le capital-risque et le capital-croissance

En dépit de leur empreinte financière importante et de leur horizon d'investissement à long terme, les investisseurs institutionnels européens – en particulier les assureurs et les fonds de pension – investissent trop peu dans le capital-risque et le capital-croissance. La préférence des épargnants européens pour les produits garantis, combinée à un cadre prudentiel historiquement conservateur, ont contribué à orienter structurellement les portefeuilles institutionnels vers des actifs peu risqués, principalement des produits de taux, au détriment de l'investissement en actions en général et du financement de l'innovation en particulier.

La révision de la directive « Solvabilité II » en 2024 a élargi l'accès au traitement prudentiel préférentiel pour les investissements en actions à long terme (*Long-Term Equity Investment – LTEI*), qui bénéficient d'un allègement des exigences en capital réglementaire applicables aux assureurs : cet assouplissement législatif devrait être utilisé pour accroître la part des investissements effectués par les assureurs dans le capital-risque et le capital-croissance, sans dégrader leurs ratios de solvabilité, même si ses effets demeurent incertains et pourraient ne se manifester que progressivement.

1.2.3. La fragmentation et le manque de profondeur des marchés actions constituent un autre frein au financement de l'innovation sur le continent

La capacité d'une économie à favoriser l'expansion de ses entreprises innovantes dépend également de ses marchés cotés, l'entrée en bourse demeurant l'un des moyens essentiels pour lever des capitaux à grande échelle, financer durablement sa croissance et offrir des opportunités de sortie pour les investisseurs en capital-risque et capital-croissance.

Pourtant, ces dernières années, la valeur et le volume des introductions en bourse en Europe n'ont cessé de décroître, les sorties de la cote se sont accélérées et la part du continent dans le volume mondial des introductions en bourse a fortement reculé. Dans le même temps, les marchés cotés américains continuent d'attirer une part grandissante d'entreprises européennes à forte croissance, qui finissent fréquemment par délocaliser des fonctions stratégiques ou leur siège social, contribuant à la fuite des talents et des capitaux.

Si l'absence d'abondants *pools* d'épargne-retraite est l'une des principales causes du manque de profondeur des marchés actions européens, la fragmentation des infrastructures de marché et de post-marché constitue un autre obstacle notoire. En effet, l'existence de plus de 30 plateformes de cotation et de centaines de plateformes de *trading* entraîne une fragmentation de la liquidité et une dispersion de l'attention des investisseurs. De surcroît, les 17 contreparties centrales (CCP) et 28 dépositaires centraux de titres (DCT) génèrent une complexité et des coûts largement supérieurs à ceux constatés aux États-Unis, où le marché fonctionne avec une CCP (*National Securities Clearing Corporation*) unique et un DCT unique pour les marchés actions.

Dans ce contexte, les réformes récentes de la réglementation, notamment l'adoption du « *Listing Act* », et les initiatives prises au niveau national ont facilité les introductions en bourse, mais n'ont pas changé fondamentalement l'équation.

1.2.4. La fragmentation du marché unique, liée aux obstacles réglementaires et à la disparité des droits nationaux des sociétés et du travail, constitue un frein supplémentaire à la croissance des entreprises européennes

Comme le soulignait le rapport Draghi, la fragmentation et la lourdeur de la réglementation du marché unique constituent un obstacle majeur pour les entreprises européennes qui cherchent à se développer à l'échelle du continent. En effet, lorsqu'elles tentent de s'étendre au-delà de leurs frontières nationales au sein de l'UE, elles se heurtent à une mosaïque de réglementations, de procédures administratives et d'exigences de conformité, qui varient d'un État membre à l'autre. Par ailleurs, entre autres éléments, l'approche de l'UE en matière de réglementation du secteur technologique peut être perçue comme préjudiciable à l'innovation.

Les obstacles réglementaires et les disparités persistantes entre les différents cadres juridiques des États membres continuent de représenter un frein structurel majeur à l'expansion des entreprises européennes. Malgré les progrès permis par l'harmonisation de la législation à l'échelle de l'UE, les entreprises souhaitant se développer hors de leurs frontières se heurtent encore à un enchevêtrement complexe de réglementations nationales, dans des domaines aussi divers que le droit des sociétés, l'actionnariat salarié et les procédures de passation de marchés publics. Pour les *scale-ups*, cette fragmentation se traduit par des coûts de conformité plus élevés, une expansion plus lente et de moindres possibilités de financement. Ces frictions réduisent les perspectives de croissance et pèsent sur la valorisation des entreprises, notamment en comparaison de marchés plus intégrés comme le marché américain.

Le droit des sociétés joue un rôle structurant à cet égard, puisqu'il régit des aspects essentiels à la confiance des investisseurs, notamment les structures de gouvernance et les droits des actionnaires. En l'absence d'un cadre suffisamment harmonisé à l'échelle de l'UE en la matière, les *scale-ups* sont structurellement désavantagées lorsqu'elles recherchent des financements à l'étranger, car les investisseurs comme les intermédiaires financiers tendent à privilégier les formes juridiques familières et des juridictions connues, contribuant ainsi à renforcer la fragmentation du marché et les biais nationaux.

En outre, la fragmentation de la fiscalité applicable aux plans d'intéressement des salariés et du *management (stock-options)* au sein de l'UE constitue un frein supplémentaire à la croissance des *scale-ups*. Les exigences propres aux différents États membres obligent ces entreprises à concevoir des dispositifs de *stock-options* nationaux, ce qui représente pour elles une source de complexité considérable. Contrairement aux États-Unis, où les *stock-options* jouent un rôle crucial pour attirer et fidéliser les talents, la fragmentation au niveau européen engendre des inégalités de traitement entre les salariés de différents États membres en termes de gains nets, affaiblissant ainsi la capacité des *scale-ups* à offrir des dispositifs de *stock-options* compétitifs, attractifs et uniformes à l'échelle de l'UE.

1.3. Cinq réformes à mettre en œuvre en priorité afin de combler le déficit de financement de l'innovation en Europe

Afin d'activer des leviers décisifs pour le financement, le présent rapport propose d'adopter une stratégie de réforme d'ampleur, articulée autour de cinq recommandations structurelles :

i) Engager une réforme ambitieuse des systèmes de retraite complémentaire et supplémentaire en Europe

Afin d'élargir de manière significative le bassin européen d'épargne-retraite et de l'orienter activement vers le financement de l'innovation, les régimes de retraite professionnels et individuels devraient être renforcés en :

- Développant l'affiliation aux régimes de retraite professionnels (deuxième pilier), *via* une adhésion automatique ou obligatoire, ainsi que les régimes de retraite privés (troisième pilier)
- Adaptant les mécanismes de retraite professionnels existants, pour y intégrer une dimension collective, notamment en créant des fonds de pension lorsque cela est possible.
- Favorisant les systèmes de retraite à cotisations définies plutôt qu'à prestations définies, afin d'éviter les contraintes traditionnellement associées aux produits à capital garanti.
- Encourageant une orientation plus importante de l'allocation des actifs des régimes des deuxième et troisième piliers vers les actions cotées et les fonds de capital-risque

Mises en œuvre conjointement au niveau national, ces réformes pourraient aider l'Europe à atteindre l'échelle nécessaire en matière d'épargne-retraite pour maintenir la compétitivité mondiale du secteur du capital-risque et du capital-croissance, tout en réduisant le poids pour les finances publiques lié au recours excessif aux régimes par répartition dans les pays de l'UE.

ii) Mettre en œuvre des initiatives publiques inspirées de Tibi et de WIN dans toute l'UE, afin de mobiliser les capitaux institutionnels, et encourager la participation des investisseurs de détail

Des modèles nationaux comme les initiatives Tibi en France et WIN en Allemagne ont démontré leur capacité à orienter les capitaux institutionnels vers les fonds de capital-risque et de capital-croissance. L'étude de ces initiatives montre qu'un soutien politique fort, des objectifs d'investissement clairement définis et une phase de déploiement initial à l'échelle nationale constituaient des facteurs clés pour parvenir à une mobilisation des

investisseurs institutionnels et attirer les tickets importants nécessaires à la construction d'écosystèmes nationaux robustes de capital-risque *late stage*.

Des initiatives similaires devraient être développées dans toute l'UE, d'abord au niveau national, afin de permettre à chaque pays de les adapter à ses spécificités et d'assurer une appropriation suffisante au niveau politique, tout en les ouvrant aux investisseurs et aux fonds d'autres États membres qui chercheraient à étendre leur présence en Europe. Par la suite, ces initiatives nationales devraient être interconnectées, au moyen d'une initiative paneuropéenne pour le capital-risque, ouverte aux grands fonds européens et investisseurs institutionnels, facilitant les levées de fonds à l'échelle européenne, l'expansion transfrontalière de fonds de capital-risque et l'échange de connaissances.

Bien que, structurellement, la participation des investisseurs de détail ne puisse pas remplacer la contribution des capitaux institutionnels pour le financement des actifs risqués comme le capital-risque, leur mobilisation progressive, dans un contexte de financement croissant des actifs non cotés par les investisseurs de détail, pourrait conduire peu à peu à une culture de l'investissement plus orientée vers les marchés et, à long terme, contribuer à diversifier les sources de financement du secteur.

Pour étendre de manière responsable l'accès des investisseurs de détail au capital-risque, plusieurs mesures devraient être prises :

- Réexaminer les règles en matière d'adéquation (*suitability*) applicables aux investisseurs de détail qualifiés ;
- Mettre en place des initiatives pilotes, telles que des tranches destinées aux investisseurs de détail au sein de fonds de fonds de capital-risque diversifiés ;
- Renforcer l'utilisation de la gestion pilotée comportant une allocation dans des actifs non cotés risqués

iii) Maintenir le soutien public au développement des entreprises innovantes, au moyen d'ETCI 2.0, et mieux aligner les politiques d'investissement nationales

Les banques nationales d'investissement comme Bpifrance et KfW et, à l'échelle européenne, le FEI, ont largement contribué à l'émergence et au développement d'écosystèmes du capital-risque *early stage* au sein de l'UE, par le biais d'investissements pivots, soit directement dans des *start-ups*, soit dans des fonds ou fonds de fonds de capital-risque. À mesure que ces écosystèmes arrivent à maturité, le principal objectif de ces institutions devrait être de maximiser l'effet catalytique de leurs interventions, en opérant strictement aux conditions du marché, essentiellement grâce à des initiatives en fonds de fonds.

Eu égard au succès de la première phase de l'Initiative Champions technologiques européens (*European Tech Champions Initiative* ou ETCI), qui a contribué au développement de grands fonds européens de capital-risque et de capital-croissance, une seconde phase (ETCI 2.0) devrait être lancée. En associant des contributions publiques et privées, et en utilisant des structures asymétriques de partage des risques afin d'attirer des

investisseurs privés, elle pourrait contribuer à faire émerger une nouvelle génération de fonds européens dotés de plusieurs milliards d’euros, capables de soutenir les entreprises en phase *late stage*.

En outre, les banques nationales d’investissement devraient progressivement passer d’une logique de clauses de retour géographique nationales à des cadres d’investissement transfrontalier plus coordonnés. En limitant les obligations de retours géographiques (*georeturns*) à un niveau minimal et en mobilisant conjointement des capitaux supplémentaires sur une base transfrontalière, les investisseurs publics pourraient contribuer à transformer les jeunes pousses européennes en champions d’envergure mondiale.

iv) Créer un 28^{ème} régime en matière de droit des sociétés pour aider les *scale-ups* à se financer et faciliter leur développement transfrontalier

L’une des recommandations clés concerne l’adoption d’une nouvelle forme juridique de société, optionnelle et totalement harmonisée à l’échelle de l’UE. A l’inverse du régime de la société européenne (SE), qui reste lié aux 27 systèmes juridiques des États membres, le 28^{ème} régime devrait offrir les caractéristiques suivantes :

- Un cadre juridique unique applicable aux entreprises, valable dans tous les États membres ;
- Des règles unifiées en matière de gouvernance, de capital social et de droits des actionnaires ;
- Une dispense de formalités nationales contraignantes, telles que le passage devant notaire ;
- Une structure de société souple, dont seuls les principes fondamentaux sont inscrits dans la loi, laissant une large part à la liberté contractuelle ;
- Une sécurité juridique sans faille pour les investisseurs ;
- Un accès aux financements simplifié.

Le 28^{ème} régime lèverait des obstacles substantiels au développement des entreprises européennes, en permettant aux *start-ups* et aux *scale-ups* d’exercer leur activité en Europe sans avoir à établir des filiales selon 27 systèmes juridiques différents. Les investisseurs pourraient ainsi appliquer des standards d’investissement uniformes à l’échelle de l’UE, ce qui diminuerait le coût des opérations de financement et les risques juridiques associés. L’application d’un cadre moderne en matière de capital social apporterait quant à lui davantage de souplesse et d’efficience.

Par ailleurs, outre la fragmentation du droit des sociétés, d’autres obstacles juridiques au développement transfrontalier et au financement des *scale-ups* devraient être levés. En matière d’imposition, une harmonisation complémentaire entre États membres pourrait être mise en œuvre, pour permettre aux *scale-ups* européennes de structurer une politique de *stock-options* unique pour leurs salariés dans toute l’UE. Des mesures fiscales ciblées, telles que le report de l’imposition jusqu’à la survenue d’un événement de liquidité ou la

simplification des cotisations sociales, pourraient contribuer à lever ces obstacles et aider les *scale-ups* à proposer des mécanismes de *stock-options* harmonisés pour tous leurs salariés. Plutôt qu’une harmonisation fiscale complète, un agenda ciblé d’uniformisation de certains aspects essentiels de la fiscalité des *stock-options* pourrait favoriser la fidélisation des talents et offrir aux entreprises européennes un cadre plus prévisible et plus attractif. Une convergence franco-allemande sur ce sujet pourrait créer un précédent en faveur d’une coordination plus large à l’échelle de l’UE, ce qui bénéficierait aux *scale-ups*, sans provoquer de débats sur une harmonisation plus générale des règles d’imposition du revenu.

v) Favoriser le développement de marchés actions véritablement intégrés et compétitifs à l’échelle internationale, et accroître l’attractivité des entrées en bourse

Pour améliorer l’accès aux capitaux boursiers, les écarts réglementaires injustifiés entre sociétés cotées et sociétés non cotées devraient être éliminés et un dispositif d’aide à l’introduction en bourse, allégeant temporairement la charge réglementaire des *scale-ups* nouvellement cotées, pourrait être introduit. Les mesures pouvant être associées à un tel allègement seraient, par exemple, la possibilité de procéder à des émissions secondaires sans avoir à publier de prospectus, jusqu’à hauteur de 50 % du capital préalablement émis, la limitation à une liste fermée d’événements significatifs des obligations en matière de publication d’informations, et la restriction des obligations relatives aux listes d’initiés aux seuls initiés permanents. Suivant en cela les mesures introduites aux États-Unis par le *Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act*, les entreprises bénéficiant de cet allègement devraient progressivement, au cours des années suivant leur introduction en bourse, se mettre en conformité avec la totalité des règles.

Enfin, ce rapport souligne le manque structurel de recherche actions dans les PME et les *scale-ups*, exacerbé par le « dégroupage » (*unbundling*) entre les commissions d’exécution des ordres et la rémunération de la recherche introduit par la directive MIF 2. Pour dynamiser la recherche dans ces domaines, il est proposé de créer une plateforme paneuropéenne de recherche actions, potentiellement liée au point d’accès unique européen (ESAP), offrant un accès centralisé aux informations sur les émetteurs et à la recherche.

Pour résoudre certains des problèmes liés à l’introduction en bourse en Europe, un segment de cotation paneuropéen désigné comme *European Innovation Market* (« Marché européen de l’innovation ») pourrait aussi être créé, potentiellement au moyen d’une coentreprise de bourses européennes, en appliquant un mécanisme de sélection et d’approbation organisé par l’Autorité européenne des marchés financiers (AEMF). Ce segment serait régi par des règles uniformes, pour permettre aux entreprises de renforcer la liquidité de leurs titres et d’accroître leur visibilité auprès des investisseurs, en se fondant sur le modèle d’une plateforme de cotation européenne unique pour les entreprises innovantes, qui serait l’équivalent d’un NASDAQ européen.

En complément de ces cinq propositions clés, une attention particulière doit être portée au renforcement de la compétitivité du cadre réglementaire européen, en particulier pour les entreprises innovantes du secteur technologique, par la mise en œuvre des autres mesures figurant dans le rapport Draghi

Si ce rapport se concentre sur les contraintes de financement et les enjeux de fragmentation, plusieurs autres domaines exigent une action prioritaire de la part des États membres, que ce soit au niveau national, dans le cadre d’initiatives intergouvernementales associant des coalitions d’États volontaires, ou à l’échelle de l’UE.

Il s’agit notamment de réduire le fardeau réglementaire et administratif, qui pèse parfois de manière disproportionnée sur les *start-ups* et les *scale-ups*, de promouvoir le déploiement de bacs à sable (*sandboxes*) réglementaires pour permettre l’expérimentation dans les technologies émergentes, ainsi que de mesures visant à renforcer le flux d’innovation, en facilitant le transfert de technologies de la recherche vers le marché et en intensifiant la coopération entre universités, centres de recherche et industrie.

Les *scale-ups* européennes sont notamment freinées par le cadre réglementaire particulièrement exigeant de l’UE qui, comme le souligne le rapport Draghi, est préjudiciable à l’innovation. Plusieurs réglementations européennes (dont le règlement européen sur l’IA ou *AI Act*, le règlement *REACH* sur les produits chimiques, les réglementations en matière de biotechnologies ou encore le cadre européen de protection des données) dictent une approche préventive, qui impose des pratiques spécifiques *ex ante*, afin de prévenir des risques *ex post*. À titre d’exemple, l’*AI Act* prévoit des exigences supplémentaires pour les modèles d’IA à usage général dépassant un certain seuil de puissance de calcul, seuil que nombre de modèles de pointe franchissent déjà. Les acteurs du secteur estiment que les coûts de conformité liés à ces réglementations incitent les *start-ups* à se détourner de l’Europe en raison de la lourdeur administrative et des désavantages compétitifs induits.

Des actions complémentaires sont également nécessaires pour améliorer l’accès aux talents, faciliter la mobilité transfrontalière et mieux aligner les programmes de formation initiale et de reconversion avec les besoins des secteurs technologiques à forte croissance. Enfin, l’accélération de l’adoption du numérique et l’intégration de la transition écologique dans l’agenda de compétitivité permettront de faire des politiques climatiques et numériques des leviers d’innovation et de croissance, plutôt que des sources supplémentaires de complexité pour les jeunes entreprises.

La mise en œuvre des propositions du rapport Draghi en matière de compétitivité européenne contribuerait à élargir le marché unique, à approfondir l’intégration entre États membres et à renforcer l’accent mis sur l’innovation, soutenant ainsi la dynamique de croissance et la capacité des entreprises à forte croissance à se développer au sein de l’Union. La proposition de la Commission européenne visant à réduire la charge administrative dans le cadre du *Competitiveness Compass* constitue une avancée, tout comme l’approche législative dite Omnibus, qui vise à simplifier les procédures de manière

transversale. À cet égard, le *Digital Omnibus*, présenté par la Commission en novembre 2025 pour rationaliser les règles en matière d'intelligence artificielle, de cybersécurité et de protection des données, semble aller dans le sens d'un allègement des obstacles pesant sur la compétitivité des entreprises innovantes européennes, et mérite à ce titre un fort soutien de la part des États membres et des parlementaires européens.

2. Notre capacité à transformer nos *start-ups* en géants technologiques mondiaux est une condition essentielle de notre prospérité et notre souveraineté

2.1. À ce jour, l'Europe n'a pas été capable de faire naître des champions mondiaux dans les secteurs innovants

Comme le souligne le rapport Draghi, l'économie européenne fonctionne dans une large mesure comme une économie de rente : son poids repose principalement sur des champions solidement implantés dans des secteurs d'activité matures, et non sur l'émergence continue d'entreprises à forte croissance. Le paysage entrepreneurial européen révèle une économie dominée par les entreprises établies et caractérisée par un faible renouvellement, en particulier par rapport à d'autres grandes économies dont la croissance est de plus en plus tirée par des secteurs apparus au cours des dernières décennies.

De récentes analyses confirment la validité de ce diagnostic : au cours des cinquante dernières années, seules quatorze entreprises dont la capitalisation boursière est supérieure à dix milliards de dollars ont été créées dans l'UE, contre plus de 240 aux États-Unis (voir figure 2.1). En regardant les seules entreprises cotées valant plus de cent milliards d'euros, leur nombre tombe à zéro sur le territoire européen, tandis que les six géants dont la valeur est estimée à plus de mille milliards d'euros ont été créés aux États-Unis, ce qui met en évidence l'incapacité de l'Europe à produire des champions de rang mondial dans les secteurs innovants⁶.

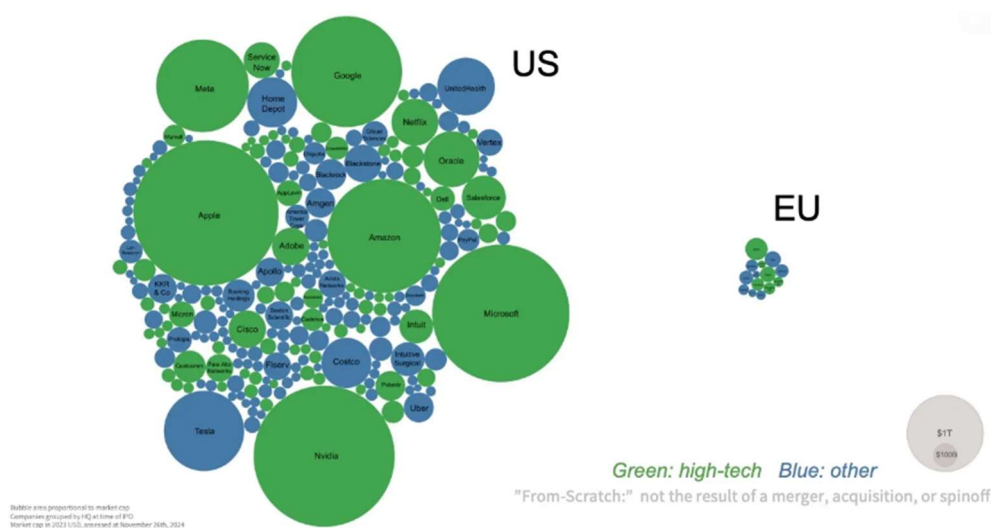


Figure 2.1 : Entreprises cotées (de moins de 50 ans) créées *ex nihilo* aux États-Unis et dans l'UE dont la capitalisation boursière est supérieure ou égale à 10 milliards de dollars⁷

Même si la capitalisation boursière des entreprises ne constitue pas le seul indicateur de la performance économique d'un pays, les valorisations restent un signal fort permettant de

⁶ Andrew McAfee – A Visualization of Europe's Non-Bubbly Economy – Décembre 2024 ([lien](#)) ; données au 3^e trimestre 2024.

⁷ *Ibid.*

savoir dans quels domaines les investisseurs s’attendent à une création de valeur et donc à une croissance future de l’économie. En ce sens, la grande concentration d’entreprises cotées valant plus de dix milliards d’euros aux États-Unis montre où les investisseurs estiment que se produiront les prochaines vagues d’innovation et de croissance de la productivité.

Ce fossé transatlantique ne peut être uniquement attribué à des différences de valorisation. Même sur la base d’autres indicateurs tels que le chiffre d’affaires et la rentabilité, l’écart reste considérable dans le secteur technologique. La plus grande entreprise technologique européenne du point de vue du chiffre d’affaires, SAP, a déclaré un chiffre d’affaires de 65 milliards de dollars en 2024, qui représente à peine un dixième de celui d’Amazon (637 milliards de dollars) et s’établit bien en deçà de celui d’Apple (391 milliards de dollars) et de celui d’Alphabet (350 milliards de dollars). Ces chiffres corroborent le diagnostic selon lequel les difficultés auxquelles l’Europe est confrontée ne résident pas simplement dans la perception du marché, mais sont liées à l’envergure même et à l’empreinte économique de ses grands acteurs technologiques.

Cet écart peut être observé non seulement dans la taille relative ou les indicateurs de valorisation des marchés de capitaux européens, mais aussi dans la composition de ces marchés. L’année médiane de création des dix plus grandes entreprises européennes cotées est 1911, contre 1985 pour leurs homologues américaines⁸, ce qui met en lumière une défaillance ancienne et persistante dans la capacité de l’Europe à élever les *start-ups* à forte croissance au rang de grands acteurs mondiaux.

2.2. Sans la création de nouveaux géants technologiques, l’Europe risque de manquer ses objectifs en termes de croissance de la productivité et d’investissement

À la fin du XX^e siècle, la productivité du travail dans la zone euro était à peu près comparable à la productivité aux États-Unis. Aujourd’hui, mesurée en dollars par heure de travail, elle lui est inférieure de près de 20 %⁹. Comme le souligne le rapport Draghi, cet écart de productivité croissant est presque entièrement imputable au secteur technologique : si l’on exclut de l’analyse les principaux secteurs des technologies de l’information et de la communication (fabrication d’ordinateurs et de produits électroniques et activités d’information et de communication), on constate que la productivité de l’UE aurait été globalement comparable à celle des États-Unis au cours de la période 2000-2019.

L’impact considérable du secteur technologique sur l’écart de productivité du travail entre les États-Unis et l’Europe, qui ne cesse de se creuser, met en lumière plusieurs mécanismes sous-jacents majeurs, dont en particulier l’empreinte plus faible des jeunes entreprises à forte croissance dans l’économie européenne, ainsi que la faiblesse des niveaux de

⁸ Documents de travail du Fonds monétaire international – Europe’s Productivity Weakness : Firm-Level Roots and Remedies – Février 2025 ([lien](#)).

⁹ Banque centrale européenne – The Past, Present and Future of European Productivity – Juin 2024 ([lien](#)).

productivité et d'innovation des grands acteurs européens, en regard de ceux de leurs homologues américains¹⁰.

En France, selon une étude de la Banque de France¹¹, les écarts de performance dans trois secteurs à forte intensité technologique expliquent à eux seuls près de 70 % de l'écart de croissance de la productivité observé avec les États-Unis entre 2000 et 2019.

Outre leur productivité plus élevée, les grands champions technologiques américains investissent aussi massivement dans la recherche-développement (R&D) et le capital-risque, augmentant ainsi leur contribution globale à l'écosystème d'innovation national. En 2024, les « Sept Magnifiques »¹² ont injecté collectivement près de 239 milliards de dollars dans la R&D, tandis que, dans le même temps, les entreprises européennes dans leur ensemble investissaient environ 290 milliards de dollars. L'Europe accuse par conséquent un retard par rapport aux États-Unis en matière de R&D : l'intensité de la R&D¹³ se situe actuellement à 2,2 % dans l'UE contre 3,5 % aux États-Unis, en raison essentiellement d'un écart d'investissements privés en R&D¹⁴, dû au poids bien plus élevé des investissements réalisés par les entreprises technologiques américaines, comme l'illustre la figure ci-après.

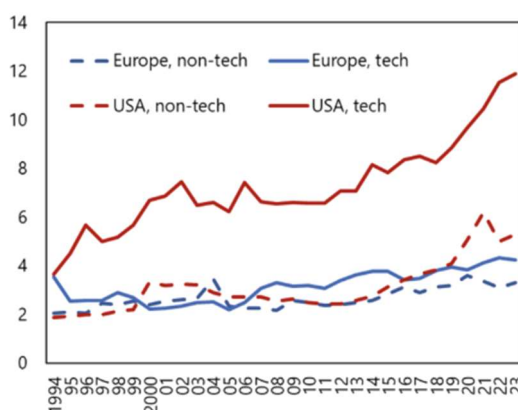


Figure 2.2 : Intensité de la recherche-développement rapportée au chiffre d'affaires, en pourcentage¹⁵

Les grands acteurs technologiques des États-Unis investissent en outre massivement dans le capital-risque : on estime qu'en 2024 les « Sept Magnifiques » ont investi 25 milliards de dollars dans des opérations de capital-risque¹⁶, tandis que le volume total des opérations de cette nature dans l'UE représentait environ 31 milliards de dollars¹⁷. Ces chiffres illustrent le rôle majeur des champions technologiques dans le soutien à

¹⁰ Documents de travail du Fonds monétaire international – Europe's Productivity Weakness: Firm-Level Roots and Remedies – Février 2025 ([lien](#)).

¹¹ Banque de France – Réexamen de l'écart de performance de l'Europe vis-à-vis des États-Unis – Février 2025.

¹² Les « Sept Magnifiques » sont un groupe de sept entreprises technologiques à forte croissance qui dominent le marché : Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta, Nvidia et Tesla.

¹³ Part des dépenses de R-D dans le PIB.

¹⁴ Commission européenne – Science, research and innovation performance of the EU 2024: A competitive Europe for a sustainable future – Juin 2024 ([lien](#)).

¹⁵ Documents de travail du Fonds monétaire international – Europe's Productivity Weakness: Firm-Level Roots and Remedies – Février 2025 ([lien](#)).

¹⁶ Dealroom – The Magnificent Seven – The Venture Capital frontier & the new AI Wild West – Mai 2024 ([lien](#)).

¹⁷ KfW Research – KfW Venture Capital-Dashboard Q4 2024 – Janvier 2025.

l'innovation, et montrent que l'Europe, dépourvue d'acteurs d'une telle envergure, se prive ainsi de nouveaux investissements.

Tandis que le secteur technologique est régi par la dynamique du « *winner takes all* », le retard européen en matière d'innovation continue de se creuser. Le précédent cycle d'innovation, fondé sur les logiciels, le *cloud* et les plateformes numériques, a permis aux entreprises technologiques américaines de capter une part croissante de la création de valeur à l'échelle mondiale, leurs concurrents de taille moyenne peinant au contraire à ne pas se laisser distancer par les grands acteurs mondiaux. Entre 2020 et 2024, les « Sept Magnifiques » ont dégagé à elles seules des bénéfices économiques d'environ 245 milliards de dollars par an, soit près d'un quart de l'ensemble des bénéfices économiques mondiaux durant cette période¹⁸.

Les entreprises et les consommateurs européens sont parmi les principaux utilisateurs et bénéficiaires de ces services, ce qui signifie qu'une part substantielle des dépenses de l'Europe en matière de numérique finance, en définitive, l'expansion, la rentabilité et la domination technologique des géants américains. Les rendements, la capacité de réinvestissement et les emplois hautement qualifiés associés à ces services sont donc largement produits en dehors de l'Europe, tandis que le continent ne capte qu'une part limitée de la valeur créée par sa propre demande de services numériques.

L'essor de l'intelligence artificielle (IA) amplifie ce déséquilibre, étant donné que les dernières innovations dans ce domaine nécessitent des dépenses d'investissement d'un niveau sans précédent dans les semi-conducteurs, les centres de données et les capacités de recherche avancée, que seules quelques grandes entreprises peuvent engager. Cet environnement favorise très largement les acteurs américains et, de plus en plus, les acteurs chinois, qui opèrent à l'échelle mondiale et tirent parti de la profondeur de leurs marchés financiers locaux.

2.3. Les difficultés de l'Europe à faire émerger des champions technologiques de rang mondial sont également porteuses de risques majeurs pour l'autonomie stratégique du continent

L'Europe est de plus en plus dépendante d'un petit nombre de fournisseurs étrangers pour ses infrastructures numériques critiques. Les plateformes AWS, Microsoft Azure et Google Cloud représentent ensemble 70 % du marché européen du *cloud*, là où le plus grand fournisseur européen détient moins de 2 % de part de marché¹⁹.

Dans le domaine de l'IA, l'Europe ne joue encore qu'un rôle marginal dans le développement de modèles, la fourniture d'infrastructures et le développement d'écosystèmes. En 2025, la plus grande entreprise d'IA européenne, Mistral AI, était

¹⁸ McKinsey – Global economic profit bounces back to an all-time high – Septembre 2025 ([lien](#)). Les bénéfices économiques sont définis comme étant les bénéfices que les entreprises dégagent en sus de leur coût de capital total.

¹⁹ Parlement européen – European Software and Cyber Dependencies – Décembre 2025 ([lien](#)).

valorisée à environ 13,5 milliards de dollars, tandis qu'OpenAI envisagerait une introduction en bourse assortie d'une valorisation à mille milliards de dollars²⁰.

La forte dépendance technologique de l'Europe vis-à-vis d'acteurs étrangers crée de nombreuses vulnérabilités et expose ses entreprises et ses institutions publiques à des pressions réglementaires, commerciales et géopolitiques échappant au contrôle de l'UE. Cette dépendance compromet la capacité du continent à protéger ses données sensibles et ses infrastructures numériques critiques, notamment en raison de cadres légaux extraterritoriaux tels que la loi des États-Unis sur l'usage des données hébergées à l'étranger (*U.S. Clarifying Lawful Overseas Use of Data Act* ou *CLOUD Act*).

Cette dépendance limite également l'aptitude de l'Europe à se doter de capacités industrielles autonomes dans des domaines tels que les technologies de défense, la cybersécurité et l'industrie de pointe. La guerre en Ukraine a souligné davantage encore à quel point les technologies avancées sont devenues cruciales dans les conflits modernes : les services de connexion internet par satellite tels que ceux fournis par Starlink, l'analyse du champ de bataille fondée sur l'IA et les technologies de drone conditionnent désormais l'efficacité opérationnelle, autant que les moyens d'action militaires traditionnels. Dans ce contexte, la dépendance de l'Europe à l'égard des fournisseurs étrangers affaiblit son autonomie stratégique et sa position dans un monde où la domination technologique détermine de plus en plus l'influence géopolitique et la puissance économique.

2.4. La pénurie de champions technologiques de rang mondial en Europe est un paradoxe, compte tenu de la vigueur de son écosystème de *start-ups* en *early stage* et de ses avantages structurels considérables en matière d'innovation

Bien que le continent ne compte que relativement peu d'acteurs parmi les géants technologiques mondiaux, il bénéficie d'un écosystème dynamique de *start-ups*.

²⁰ Reuters – Exclusive: OpenAI lays groundwork for juggernaut IPO at up to \$1 trillion valuation – Octobre 2025 ([lien](#)).

Au cours de la dernière décennie, le paysage européen de l'innovation s'est développé rapidement : le nombre d'entreprises en *early stage* a en effet quadruplé durant cette période²¹. Cette accélération s'est accompagnée d'une croissance de l'écosystème de capital-risque, en particulier en *early stage*, avec des investissements technologiques multipliés par dix entre 2005 et 2024 (voir figure 2.3).

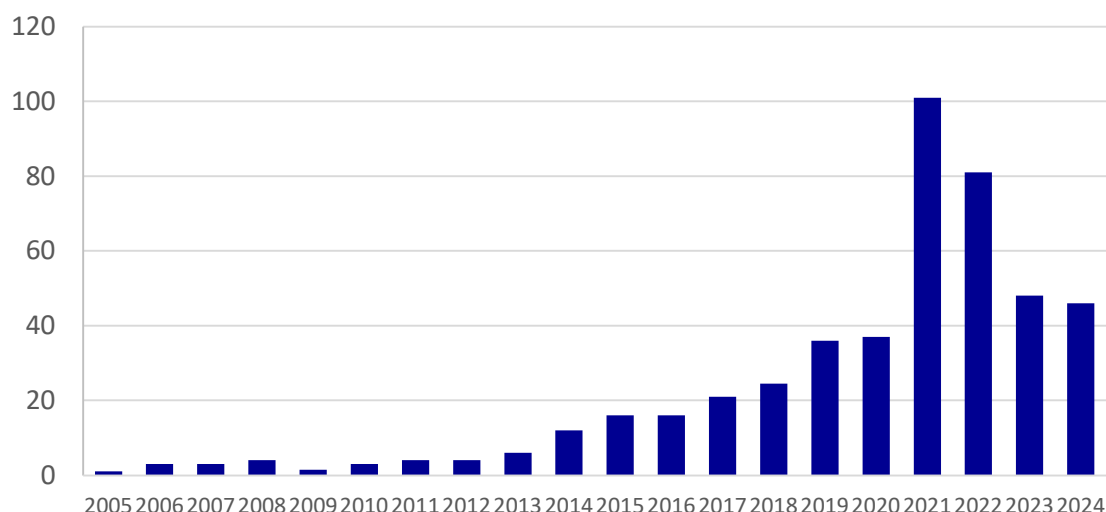


Figure 2.3 : Investissements technologiques en Europe sur la période 2005-2024, en milliards de dollars²²

Durant cette période, un grand nombre d'incubateurs et d'accélérateurs ont été créés en Europe, notamment des projets phares tels que Station F à Paris, UnternehmerTUM à Munich ou SSE Business Lab à Stockholm. Cet écosystème génère un puissant effet d'entraînement sur le continent : lorsque les entreprises à succès sortent de l'écosystème, elles libèrent des capitaux, des talents et des compétences qui peuvent être utilisés pour lancer de nouvelles *start-ups*, créant ainsi un cercle vertueux²³.

L'émergence de l'écosystème *early stage* européen a été facilitée par les atouts structurels du continent en matière d'innovation, notamment une activité de recherche scientifique de premier plan et un système d'enseignement performant.

Tout d'abord, l'Europe accueille l'une des plus grandes communautés de chercheurs au monde, avec plus de 2,15 millions de personnes en équivalent temps plein évoluant dans la R&D, qui représentaient 2,4 % de l'emploi total dans l'UE²⁴ en 2021.

De plus, le système d'enseignement supérieur européen est particulièrement riche et diversifié : il englobe près de 5 000 établissements d'enseignement supérieur, y compris des universités de recherche, des instituts de technologie et des écoles d'art, dont beaucoup figurent en tête du classement mondial dans leur domaine.

²¹ Atomico – State of European Tech 24 – Novembre 2024 ([lien](#)).

²² *Ibid.*

²³ Les *serial entrepreneurs* et ceux issus de grandes entreprises technologiques sont beaucoup plus susceptibles d'atteindre des valorisations en milliards de dollars ; voir *ibid.*

²⁴ Eurostat – R&D Personnel – Novembre 2024 ([lien](#)).

Enfin, l'Europe est sur le point d'atteindre ses objectifs en matière d'enseignement supérieur fixés pour 2030, voire – s'agissant de certains pays européens – de les dépasser : en 2024, 44 % des Européens âgés de 25 à 34 ans détenaient un diplôme de l'enseignement supérieur, une proportion presque égale à celle observée aux États-Unis²⁵. Cette base éducative assure un vaste vivier de talents en sciences et en ingénierie, qui nourrit l'excellence de la recherche et la capacité d'innovation.

L'Europe est par ailleurs capable de décliner ces atouts scientifiques et éducatifs dans une production scientifique de grande qualité. L'UE représente environ 18 % des publications scientifiques mondiales en volume, devancée seulement par la Chine (voir figure 2.4), et affiche des taux de co-rédaction internationale parmi les plus élevés du monde, 56 % de ses publications étant produites grâce à une collaboration transfrontalière. Le continent est également un pionnier de la science ouverte : près de 80 % des publications de l'UE revues par des pairs en 2020 étaient librement accessibles, favorisant une diffusion rapide des connaissances²⁶.

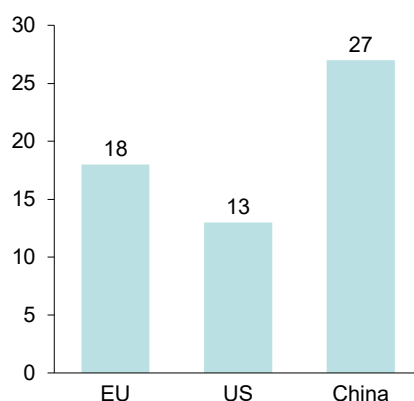


Figure 2.4 : Performance scientifique (publications en pourcentage du total mondial en 2022)²⁷

2.5. Ce paradoxe résulte essentiellement du déficit de *scale-ups* en Europe, dû à un manque de capital-risque pour le financement de la phase *late stage*

Les bonnes performances de l'Europe en matière d'innovation et de commercialisation en phase *early stage* contrastent nettement avec sa difficulté à donner aux entreprises les moyens de croître pour devenir de grands champions d'envergure mondiale. Comme l'ont montré de nombreuses études, ce paradoxe s'explique en grande partie par les difficultés qu'ont les entreprises européennes à passer à l'échelle et franchir le « *scale-up gap* » (voir figure 2.5), c'est-à-dire le stade critique de leur développement au cours duquel elles doivent passer d'une innovation éprouvée à une production et une distribution à grande échelle.

²⁵ Eurostat – Educational attainment statistics – Mai 2025 ([lien](#)).

²⁶ Commission européenne – Science, Research and Innovation Performance of the EU 2024 – Juin 2024 ([lien](#)).

²⁷ *Ibid.*

Bien qu'il n'existe pas de définition universellement admise des « *scale-up* », ce terme désigne généralement – notamment pour la Banque européenne d'investissement (BEI)²⁸ – une entreprise dont la valorisation est comprise entre 500 millions et 10 milliards de dollars.

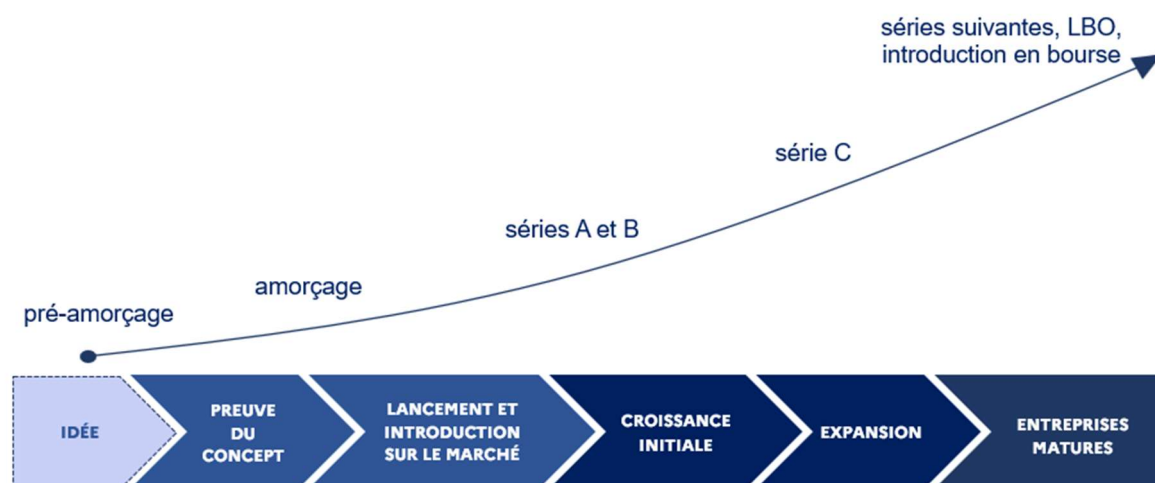


Figure 2.5 : De l'idée à l'entreprise mature : phases de développement classiques des jeunes entreprises.

C'est en effet à cette étape du développement des entreprises innovantes que l'écart entre l'Europe et les États-Unis se creuse considérablement, comme le montre la figure 2.6 : alors qu'il existe près de deux entreprises aux États-Unis pour chaque entreprise européenne valorisée à moins de 50 millions de dollars, cette différence explose ensuite pour atteindre près de neuf entreprises aux États-Unis pour chaque entreprise européenne valorisée à plus de 500 millions de dollars²⁹.

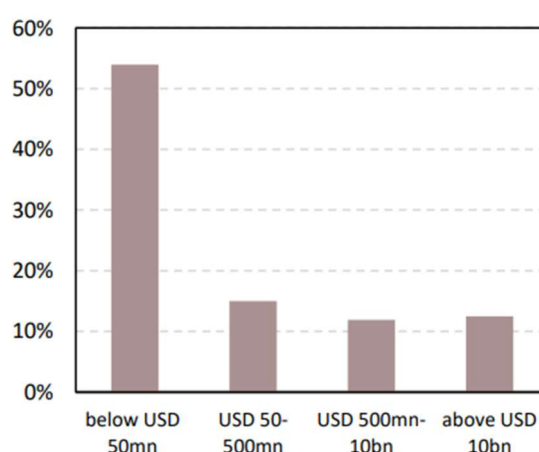


Figure 2.6 : Nombre d'entreprises dans l'UE par rapport au nombre d'entreprises aux États-Unis pour chaque fourchette de valorisation (en pourcentage)³⁰

²⁸ BEI – The scale-up gap: Financial market constraints holding back innovative firms in the European Union – Juin 2024 ([lien](#)).

²⁹ *Ibid.*

³⁰ *Ibid.*

À ce stade de leur développement, les entreprises innovantes ont en général besoin de deux éléments essentiels : des ressources financières considérables pour soutenir une phase d'investissement intensif, coûteuse en trésorerie, et, avant tout, l'accès à un large marché, suffisamment intégré et ouvert à l'innovation, afin de soutenir leur expansion.

S'agissant du premier élément, la difficulté des entreprises européennes à passer la phase d'expansion découle d'un manque chronique de capital-risque pour le financement des phases *late stage*.

Les investissements en capital-risque dans l'UE restent relativement limités : ils ne représentent que 0,2 % du PIB du continent, contre 0,7 % aux États-Unis, comme l'illustre la figure ci-après.

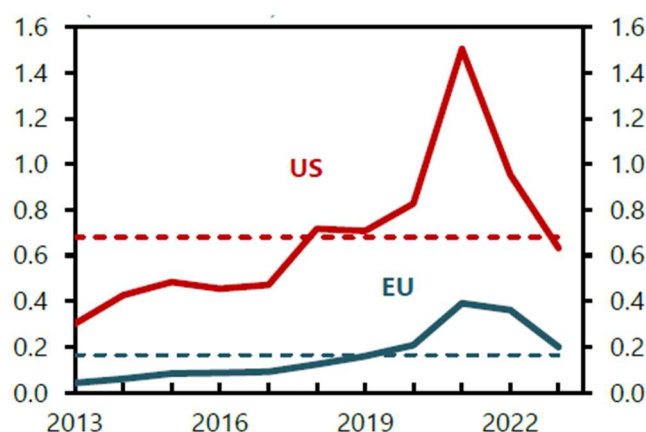


Figure 2.7 : Investissements en capital-risque sur la période 2013-2023 (en pourcentage du PIB)³¹

Cette taille restreinte du marché du capital-risque limite à son tour la taille moyenne des fonds de capital-risque européens : seuls 35 « mégafonds » de plus de 500 millions d'euros ont vu le jour dans l'UE au cours de la dernière décennie, et les fonds de plus d'un milliard de dollars représentent moins de 20 % des financements levés en capital-risque entre 2020 et 2023 en Europe, contre environ 40 % aux États-Unis, comme l'illustre la figure ci-après³².

³¹ Fonds monétaire international, Working Papers – Stepping Up Venture Capital to Finance Innovation in Europe – Juillet 2024 ([lien](#)).

³² *Ibid.*

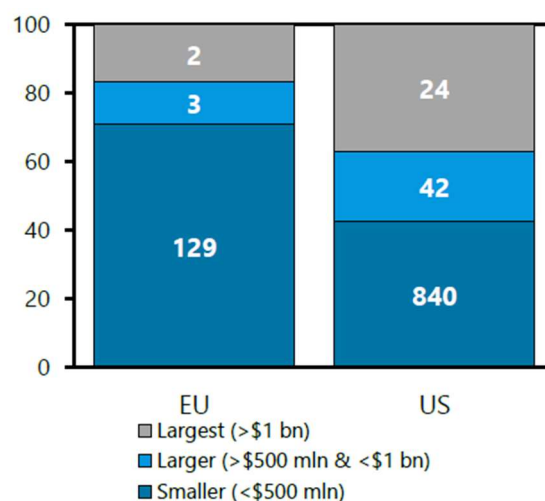


Figure 2.8 : Capital-risque levé par taille de fonds entre 2020 et 2023³³

Leur taille moyenne restant bien inférieure à celle des fonds équivalents aux États-Unis, il devient de plus en plus difficile pour les fonds de capital-risque européens de soutenir les entreprises innovantes lors des tours de table successifs, de montants croissants à mesure que les entreprises grandissent et que leurs besoins en capitaux augmentent. Si les investisseurs européens représentent 78 % des levées en capital d’amorçage, ce taux chute à 50 % pour les capitaux destinés aux *scale-ups* (séries C et suivantes)³⁴.

Le déficit de financement en capital-risque *late stage* dans l’UE pousse de nombreuses *scale-ups* européennes à faire leur entrée en bourse à l’étranger et à y déplacer leur siège.

De nombreuses raisons peuvent pousser les *scale-ups* à se délocaliser à l’étranger, comme la volonté d’accéder à d’autres marchés et de s’étendre à l’international. Toutefois, il est aussi fréquent que des entreprises financées par des capitaux non européens, et à la recherche de financements à l’étranger – notamment en quête d’une meilleure valorisation et de marchés de capitaux plus profonds pour leur introduction en bourse – transfèrent des pans entiers de leurs activités dans un autre pays³⁵. Cette stratégie a été suivie par des entreprises telles que Just Eat, Skype, TransferWise ou UiPath, et par certains champions européens, comme BioNTech, Klarna ou Spotify, qui ont pris la décision de faire leur entrée en bourse aux États-Unis.

Sur cinq opérations de financement d’entreprises européennes valorisées entre 500 millions et 10 milliards d’euros, quatre ont eu pour investisseur principal ou unique investisseur un acteur non européen³⁶. Bien que les investissements transfrontaliers et les entrées de capitaux restent indispensables à la croissance et l’intégration de l’écosystème d’innovation, une dépendance excessive des entreprises européennes à l’égard des

³³ *Ibid.*

³⁴ KfW Research – Trends in cross-border venture capital investments in Germany and Europe – Juillet 2025 ([lien](#)).

³⁵ Centre commun de recherche – Commission européenne – In search of EU unicorns - What do we know about them? – Février 2022 ([lien](#)).

³⁶ BEI – The scale-up gap: Financial market constraints holding back innovative firms in the European Union – Juin 2024 ([lien](#)).

capitaux étrangers risque de priver l'UE non seulement d'entreprises à forte valeur ajoutée, mais aussi des retombées économiques de leur présence sur son territoire, à savoir les emplois qualifiés, les recettes fiscales, une capacité de réinvestissement et le renforcement des pôles d'innovation locaux.

2.6. Ce déficit s'explique également par l'absence d'un vaste marché unique européen, suffisamment intégré et ouvert à l'innovation

S'agissant du deuxième élément, comme le soulignait le rapport Draghi, la fragmentation et la lourdeur de la réglementation du marché unique constituent un obstacle majeur pour les entreprises européennes qui cherchent à se développer à l'échelle du continent. Lorsqu'elles tentent de s'étendre au-delà de leurs frontières nationales au sein de l'UE, elles se heurtent à une mosaïque de réglementations, de procédures administratives et d'exigences de conformité, qui varient d'un État membre à l'autre.

Ces divergences obligent les entreprises à adapter leurs produits, leurs procédures et leurs cadres juridiques, ce qui entraîne un renchérissement de leur développement, et les ralentit dans leurs efforts pour se constituer rapidement une large clientèle. Leurs concurrents implantés dans des marchés plus intégrés peuvent en revanche se développer plus rapidement et mieux répartir leurs coûts fixes, ce qui leur donne un avantage déterminant, dans des secteurs où une croissance rapide est essentielle.

En raison de ces frictions structurelles, il est plus difficile pour les entreprises innovantes d'obtenir les effets de réseau, l'accès à de vastes jeux de données et les économies d'échelle indispensables dans les secteurs fondés sur l'exploitation des données et la *deeptech*, tels que l'IA, les technologies quantiques, le *Edge Computing* et les biotechnologies. L'imprévisibilité réglementaire, qui résulte de divergences entre les règles applicables dans chaque pays ou dans l'interprétation qui est faite par chacun des règles communes, complique encore davantage la planification stratégique à long terme. Les *start-ups* en croissance rapide manquent souvent des ressources nécessaires pour gérer cette charge réglementaire simultanément dans plusieurs pays, et sont ainsi moins à même d'investir avec assurance et d'attirer de gros financements privés.

Par conséquent, de nombreuses entreprises européennes à fort potentiel se développent plus lentement que leurs concurrentes étrangères ou choisissent, pour favoriser leur croissance, de se délocaliser vers des marchés à l'environnement réglementaire plus clair et homogène. Non seulement cette situation amoindrit leurs chances de se positionner parmi les plus grands acteurs mondiaux, mais elle affaiblit également l'ensemble de l'écosystème d'innovation, car des entreprises qui se développent plus lentement créent une plus faible demande de capitaux, de talents et de technologies complémentaires. Sur la durée, ces effets s'accumulent pour conduire à un retard persistant des *scale-ups* : les entreprises restent de taille plus réduite et l'adoption des technologies de pointe dans l'ensemble de l'économie progresse à un rythme plus lent.

En plus du développement insuffisant des écosystèmes nationaux de capital-risque et du manque d'intégration des marchés intérieurs, les *scale-ups* européennes pâtissent également du cadre réglementaire particulièrement exigeant de l'UE.

L'un des aspects soulignés par le rapport Draghi est le fait que l'approche de l'UE en matière de réglementation technologique peut être perçue comme préjudiciable à l'innovation. Plusieurs actes législatifs et réglementaires de l'UE (dont le règlement européen sur l'IA ou *AI Act*, le règlement *REACH* sur les produits chimiques, les réglementations en matière de biotechnologies ou encore le cadre européen de protection des données) privilégient une approche préventive, en imposant des pratiques spécifiques *ex ante* afin de prévenir des risques *ex post*. Certains acteurs du secteur estiment par exemple que le règlement sur l'IA, bien que destiné à instaurer un environnement réglementaire sûr, freine l'innovation en entraînant une hausse des coûts, une plus grande complexité administrative et des désavantages compétitifs. Il prévoit notamment des exigences supplémentaires pour les modèles d'IA à usage général dépassant un seuil prédéfini de puissance de calcul. Or, nombre de modèles de pointe surpassent déjà ce seuil. Selon plusieurs acteurs du secteur, le coût de conformité lié à ce règlement incite donc les créateurs de *start-ups* à se détourner de l'Europe et de son fardeau réglementaire.

En outre, comme l'indique le rapport Draghi, l'UE compte désormais environ 100 textes législatifs ciblant la technologie³⁷ et plus de 270 régulateurs actifs dans les réseaux numériques dans l'ensemble des États membres, ce qui entrave l'innovation et freine le développement des entreprises en Europe.

La complexité des procédures administratives à suivre pour concourir aux marchés publics est un autre facteur pouvant limiter la croissance des jeunes entreprises innovantes en Europe. Les procédures de passation des marchés publics sont souvent conçues pour des entreprises matures de grande taille ; il peut ainsi être plus difficile pour de petites entreprises innovantes et en croissance rapide de se porter candidates, en raison des conditions exigeantes d'éligibilité et de conformité à satisfaire et d'une approche généralement prudente des donneurs d'ordre. La résolution de ces problèmes structurels pourrait rendre les marchés publics accessibles à un éventail plus large d'entreprises innovantes.

Il existe un autre obstacle majeur à l'expansion des entreprises innovantes en Europe : le coût démesurément élevé de l'échec, notamment lié à un droit du travail rigide. D'après l'analyse menée par Yann Coatanlem et Oliver Coste, l'innovation de rupture dans des secteurs comme l'IA et les biotechnologies étant par nature à risque élevé et rendement élevé (« *high-risk, high-reward* »), elle pourrait être fondamentalement non rentable pour des investissements de grande ampleur.

Ces auteurs ont analysé les coûts de restructuration de grandes entreprises et découvert qu'ils pouvaient être jusqu'à dix fois plus élevés en Europe de l'Ouest qu'aux États-Unis. La solution serait une « flexisécurité ciblée », inspirée des modèles appliqués au Danemark et en Suède, consistant notamment à réformer certains aspects de la réglementation en matière de protection des travailleurs, en ciblant uniquement les plus hauts salaires, de

³⁷ Bruegel – A dataset on EU legislation for the digital world – Juin 2024 ([lien](#)).

manière à préserver la protection sociale tout en redonnant de la souplesse, laquelle est essentielle à l'innovation de rupture, la productivité et la croissance³⁸.

La mise en œuvre des propositions formulées dans le rapport Draghi pour stimuler la compétitivité européenne, destinées à accroître la taille, l'intégration et l'ouverture à l'innovation du marché unique européen, permettrait certainement de soutenir la dynamique de croissance et contribuerait directement au développement des entreprises à forte croissance dans l'UE.

2.7. L'Europe se trouve à un moment charnière, qui nécessite de prendre sans attendre des mesures ambitieuses

Trois éléments de contexte justifient de prendre, sans attendre, des mesures ambitieuses pour améliorer l'accès au financement des *scale-ups* européennes.

Premièrement, les besoins en capitaux dans les secteurs de l'IA et de la *deeptech* augmentent à un rythme sans précédent. L'avant-garde technologique mondiale devient incroyablement gourmande en capitaux, en particulier dans les domaines de l'IA, des semi-conducteurs de pointe, des technologies quantiques et des systèmes spatiaux. La conception et l'entraînement des modèles d'IA les plus avancés nécessitent de plus en plus souvent des investissements de plusieurs milliards de dollars pour financer des semi-conducteurs spécialisés, des centres de données « *hyperscale* » et le recrutement de chercheurs de talent. En 2024, le montant des levées de fonds *deeptech* avoisinait les 70 milliards d'euros aux États-Unis et 14 milliards d'euros en Chine³⁹.

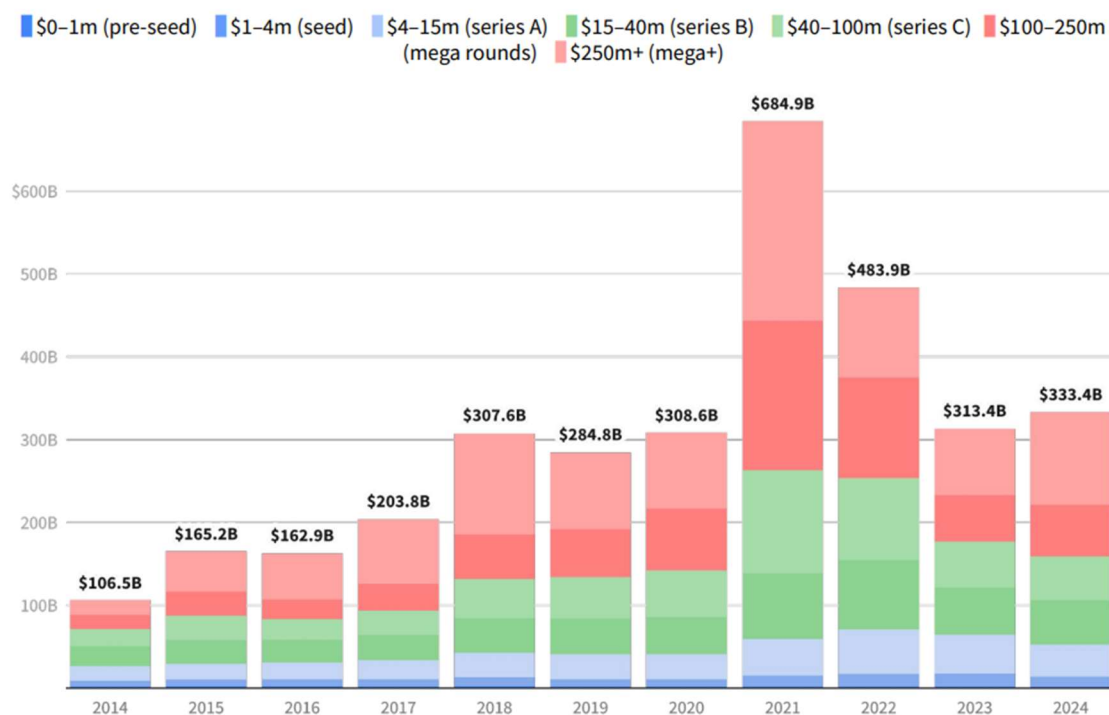
Les gros tickets dominent le marché : les levées de fonds de plus de 100 millions de dollars représentent environ la moitié de l'ensemble des investissements en capital-risque de la dernière décennie (voir [figure 2.9](#)). Les levées de capital-risque augmentent en valeur tandis qu'elles diminuent en nombre⁴⁰. Selon des données provisoires, la part que représentent ces levées de fonds massives pourrait atteindre 70 % aux États-Unis en 2025 et les investissements dans les entreprises du secteur de l'IA devraient accentuer cette tendance. En 2024, l'IA représentait environ un tiers de l'investissement en capital-risque dans le monde, et encore davantage aux États-Unis, où elle a capté 42 % de l'investissement total en capital-risque, contre 25 % en Europe⁴¹. La quasi-totalité des plus grandes levées de fonds de ces derniers mois concernaient des entreprises du secteur de l'IA. Plusieurs ont franchi la barre des 10 milliards de dollars, notamment celle de 10 milliards de dollars effectuée par Databricks en décembre 2024 et celle, sans précédent, de 40 milliards de dollars par OpenAI en mars 2025.

³⁸ Institute for European Policymaking, Università Bocconi – Cost of Failure, Disruptive Innovation and Targeted Flexicurity: more evidence supporting targeted reforms – Novembre 2025 ([lien](#)).

³⁹ Direction générale des entreprises – L'innovation de rupture au défi du passage à l'échelle – Mars 2025 ([lien](#)).

⁴⁰ Le montant total des investissements en capital-risque est passé de 350 milliards de dollars en 2023, sur environ 43 000 opérations, à près de 370 milliards de dollars en 2024, sur seulement 36 000 opérations. Source : KPMG– Venture Pulse Q4 2024: Global analysis of venture funding – Janvier 2025 ([lien](#)).

⁴¹ Dealroom – Opening moves in global AI (rapport relatif au Sommet pour l'action sur l'IA de 2025) – Février 2025 ([lien](#)).

Figure 2.9 : Capital-risque mondial par phase de développement⁴²

Le manque de financements d'un montant suffisamment élevé pour les entreprises européennes risque d'exacerber encore davantage leurs difficultés dans leurs premières phases de développement, d'autant que les levées de fonds destinées à l'IA et à la *deeptech* se caractérisent par une intensité capitalistique de plus en plus forte. Des levées récentes illustrent l'ampleur de cette évolution : Thinking Machines Lab, société fondée par l'ancienne directrice de la technologie d'OpenAI, Mira Murati, a levé un montant record de 2 milliards de dollars en capital d'amorçage (sur le fondement d'une valorisation à 12 milliards de dollars et avec le soutien d'investisseurs de premier plan, comme Andreessen Horowitz, Nvidia et AMD). Ces levées de fonds de plusieurs centaines de millions voire plusieurs milliards de dollars deviennent la norme chez les fers de lance du secteur de l'IA, même en phase d'amorçage ou de démarrage.

Cette situation risque d'ébranler les fondements mêmes du potentiel d'innovation de l'Europe, à savoir son écosystème *early stage* construit progressivement au cours des dernières décennies. Au vu de l'ampleur des financements dont ont désormais besoin les pionniers de l'IA et de la *deeptech*, il est impossible que les instruments publics puissent durablement combler le déficit de financement par des investissements directs. Pour résoudre ce problème, il faudra mobiliser et attirer nettement plus de capital-investissement et créer des fonds plus gros et mieux capitalisés, capables de se positionner sur des levées de fonds de cette échelle.

Deuxièmement, ce nouveau paradigme apparaît dans un écosystème européen du capital-risque affaibli par le durcissement des conditions financières. L'ampleur des levées de fonds en Europe a nettement diminué en 2023 et 2024 (voir [figure 2.10](#)) à la suite du cycle de resserrement monétaire, suivant ainsi les tendances mondiales : la valeur des

⁴² Dealroom – Venture Wrapped 2024 – Janvier 2024 ([lien](#)).

opérations de capital-risque en Europe s’est contractée de 45,7 % entre 2022 et 2023⁴³. Ce ralentissement est survenu après une croissance exceptionnelle en 2021 et 2022, alimentée par l’abondance de liquidités et des conditions monétaires accommodantes pendant la crise sanitaire. Toutefois, cette correction a touché de manière particulièrement dure le capital-risque européen, et la dégradation des conditions financières a surtout porté préjudice aux opérations de plus gros montants, avec des conséquences potentiellement durables sur la disponibilité du capital-croissance et la résilience globale du financement des entreprises innovantes en Europe.

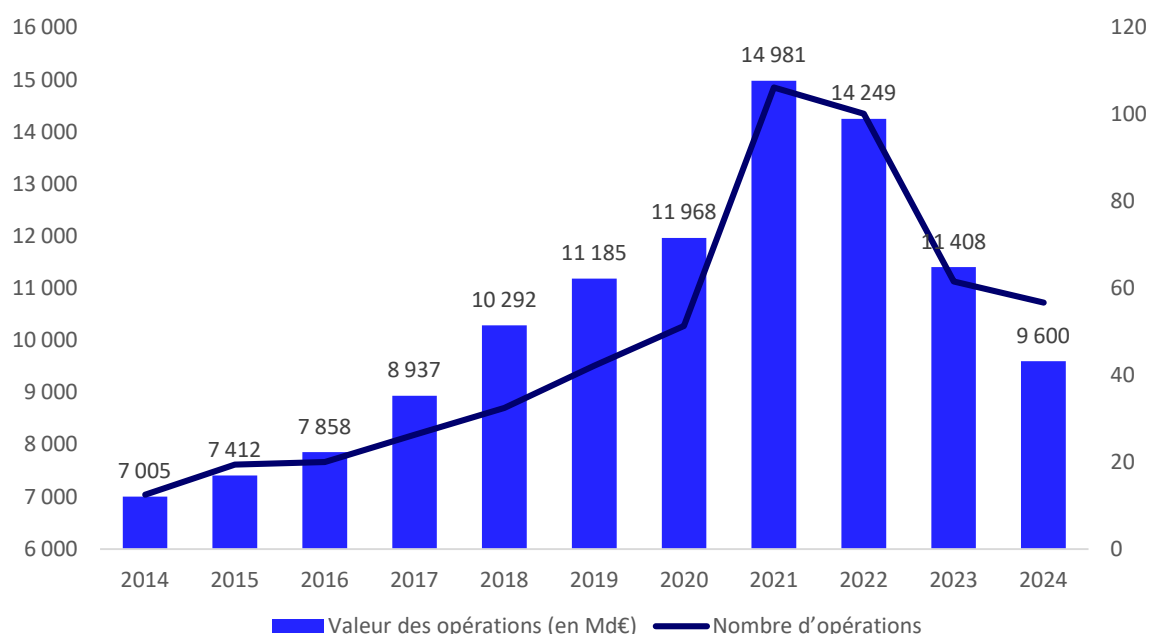


Figure 2.10 : Valeur et nombre des opérations sur le marché européen du capital-risque⁴⁴

La dégradation des conditions de liquidité a, à son tour, pesé lourdement sur les perspectives de sortie déjà restreintes des investisseurs dans les *scale-ups* européennes, diminuant ainsi la capacité des fonds de capital-risque à recycler les capitaux et à participer à de nouvelles levées de fonds. Plusieurs licornes ayant émergé dans les années 2010 connaissent aujourd’hui des difficultés financières, car les perspectives de sortie se sont resserrées, reflétant le ralentissement plus général de l’activité des marchés de capitaux. Les investisseurs institutionnels restent prudents et hésitent à engager des capitaux supplémentaires dans cette classe d’actifs, tant que les investissements des millésimes précédents n’ont pas donné lieu à des distributions. Selon des données provisoires, le rebond des entrées en bourse pourrait avoir été plus faible en Europe que dans d’autres régions du monde. On comptait seulement 50 introductions en bourse en Europe au cours du premier semestre 2025, soit 15 % de moins que l’année précédente en glissement annuel, tandis que les seuls États-Unis en enregistraient 109 sur la même période⁴⁵. Ces conditions de marché ralenties risquent de retarder le rétablissement de la

⁴³ Direction générale du Trésor – Développer les marchés de capitaux européens pour financer l’avenir – Avril 2024 ([lien](#)).

⁴⁴ Pitchbook – European Venture Report – Janvier 2025 ([lien](#)).

⁴⁵ EY – How can you shape uncertainty into opportunity for your IPO? EY Global IPO Trends Q2 2025 – Juillet 2025 ([lien](#)).

capacité à lever des fonds et d'affaiblir encore davantage les perspectives de levées de fonds en Europe.

Enfin, les derniers événements géopolitiques ont montré l'importance croissante de la souveraineté technologique et de la capacité d'innovation pour la sécurité et la prospérité à long terme. L'accélération de la fragmentation géopolitique et l'instrumentalisation des chaînes d'approvisionnement ont mis en lumière les vulnérabilités européennes dans des domaines critiques tels que les semi-conducteurs, les technologies de l'énergie et le spatial. Dans un environnement où la domination technologique est directement vecteur de résilience militaire et de compétitivité industrielle, la capacité à faire grandir et conserver sur son territoire des entreprises innovantes de premier plan est devenue une question de souveraineté nationale et européenne, plus qu'une ambition purement économique.

Cette situation nécessite un engagement politique bien plus fort et réfléchi en faveur du financement de l'innovation. L'Europe ne peut se permettre de laisser le manque de capital-risque, la sur-réglementation et la fragmentation du marché faire obstacle à l'émergence de ses futurs champions technologiques. Pour préserver la souveraineté et la prospérité à long terme du continent, les innovateurs européens doivent avoir les mêmes chances de faire grandir leurs entreprises que leurs concurrents des autres régions. La première condition pour cela est qu'ils aient accès à des financements suffisants.

3. Pour financer l'innovation, les États membres de l'UE devront développer les régimes de retraite par capitalisation pour compléter leurs régimes de retraite par répartition

3.1. En l'absence d'un vaste bassin d'actifs d'épargne-retraite, l'Europe restera dans l'incapacité de financer l'innovation à grande échelle

3.1.1. Un écosystème dynamique de financement de l'innovation nécessite une base solide d'investisseurs de long terme

Ces dernières années, le débat public a porté principalement sur la viabilité des régimes de retraite par répartition traditionnels. Dans le même temps, la contribution des régimes de retraite par capitalisation au financement de l'économie a souvent été passée sous silence.

Les pays dans lesquels l'épargne-retraite est fortement développée ont tendance à bénéficier, entre autres avantages, d'un niveau de développement des marchés de capitaux plus élevé. Toutefois, il est rarement relevé qu'en l'absence de vastes bassins d'épargne-retraite, très peu de pays ont été en mesure de construire un écosystème de financement de l'innovation significatif, en particulier pour les entreprises en phase de développement accéléré.

Cette dépendance élevée à l'égard de l'épargne-retraite s'explique par le fait que les fonds de capital-risque, dont l'importance est cruciale pour financer le développement des entreprises innovantes, dépendent essentiellement des investisseurs institutionnels pour lever les capitaux qu'ils déploient, comme exposé dans le chapitre 2 de ce rapport.

Ces investisseurs détiennent en effet d'importantes réserves de capitaux, font preuve d'un appétit marqué pour la diversification et sont gérés par des professionnels, trois conditions essentielles pour investir dans le capital-risque, compte tenu de l'illiquidité de ces placements, des montants très élevés d'investissement minimum et du degré d'expertise requis pour assurer une sélection rigoureuse des fonds. Aux États-Unis, pays considéré comme disposant de l'écosystème de financement de l'innovation le plus développé au monde, la part des investisseurs institutionnels dans les actifs investis en capital-risque atteint 72 %, loin devant les *family offices* et les entités publiques.

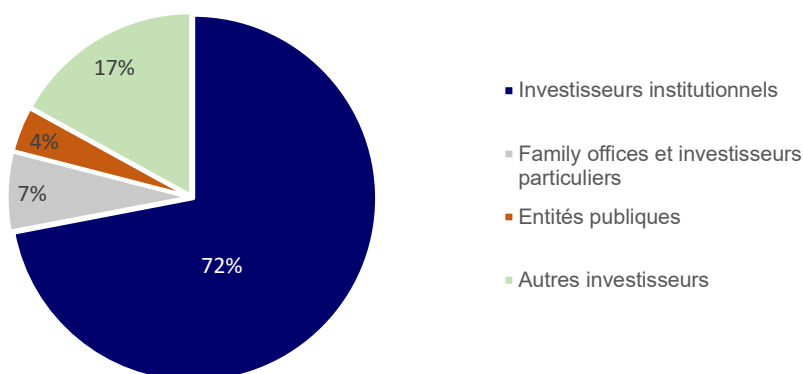


Figure 3.1 : Part des différents types d'investisseurs dans les investissements en capital-risque aux États-Unis⁴⁶.

Parmi les investisseurs institutionnels, les fonds de pension sont particulièrement bien placés pour engager d'importants capitaux dans des fonds de capital-risque, en raison de leur passif prévisible et de long terme. Leur horizon de placement s'accorde en effet parfaitement avec le financement des *start-ups*, par essence illiquide et de long terme, ce qui permet aux fonds de pension de déployer des capitaux à long terme et de soutenir les entreprises en phase *early stage* tout au long des différents stades de leur cycle de développement. Par conséquent, l'existence de régimes de retraite par capitalisation va généralement de pair, pour un pays donné, avec un taux plus élevé d'investissement en capital-risque.

Focus sur les fonds de pension américains et sur le développement de l'écosystème de capital-risque

Il convient de souligner combien l'émergence et le développement rapide du capital-risque aux États-Unis sont étroitement liés à l'évolution décisive de la participation des fonds de pension américains au capital-risque survenue après la modification du principe de prudence (« *prudent man rule* ») en 1979.

Ce principe interdisait aux fonds de pension privés de réaliser des investissements dans des actifs plus risqués, alors considérés comme des placements imprudents. De ce fait, de nombreux fonds de pension évitaient toute exposition au capital-risque. Début 1979, le ministère américain du travail (*Department of Labor*), chargé de réglementer les plans de retraite privés, a donné une interprétation plus souple du principe de prudence, en indiquant que ce principe devait s'appliquer à l'ensemble du portefeuille géré, plutôt qu'aux différents types de placements.

Il a ainsi été précisé que l'allocation d'une faible proportion d'un portefeuille au capital-risque ne saurait, en elle-même, être considérée comme imprudente, ce qui a permis la

⁴⁶ FMI - Stepping Up Venture Capital to Finance Innovation in Europe - Juillet 2024 ([lien](#)).

matérialisation de tels investissements. Les contraintes relatives aux investissements applicables aux fonds de pension publics ont été assouplies de manière analogue au cours des années 1980.

Cela a entraîné une augmentation considérable des capitaux investis dans le capital-risque, qui ont atteint 4,5 milliards de dollars par an entre 1982 et 1987, contre seulement 100 millions de dollars dix ans auparavant.

Par conséquent, comme indiqué par la Banque de France dans son bulletin de septembre 2025, « Quelles incitations réglementaires au financement par fonds propres aux États-Unis ? Le rôle essentiel des fonds de pension publics », les fonds de pension jouent un rôle essentiel pour apporter des fonds propres aux entreprises américaines, en particulier par le biais du capital-risque lorsqu'elles se trouvent en phase *early stage*.

À l'heure actuelle aux États-Unis, les fonds de pension représentent environ 50 % des placements en capital-investissement (capital-risque compris). Les fonds de pension publics des États et des collectivités locales allouent au capital-investissement 13,7 % du total de leurs actifs, dont l'encours s'élève à 6 000 milliards de dollars, et investissent 42,4 % de leurs actifs en actions⁴⁷.

L'épargne-retraite est adaptée non seulement aux investissements en capital-risque, mais également, de manière plus générale, aux investissements en actions cotées, dont l'importance est également décisive pour le développement des entreprises innovantes.

En effet, de son horizon de placement de long terme, et du profil stable et prévisible des flux investis puis distribués qu'elle génère, [l'épargne-retraite est particulièrement adaptée aux investissements sur les marchés actions.](#)

Il existe donc un lien étroit entre la présence de régimes de retraite par capitalisation et le degré de développement des marchés actions au niveau national, comme l'a montré la recherche académique⁴⁸.

Ce lien, qui s'observe dans la plupart des pays, résulte à la fois de la tendance marquée à orienter l'épargne-retraite vers les investissements en actions et de l'existence d'un biais national en matière d'allocation géographique des actifs.

Il convient également de souligner que l'épargne-retraite, même lorsque les volumes collectés sont investis via des comptes d'épargne individuels dans le cadre du troisième pilier, peut également contribuer fortement au financement de l'innovation, contribution qui s'ajoute à celle des fonds de pension dans le cadre du deuxième pilier.

Aux États-Unis, par exemple, les comptes individuels d'épargne-retraite (*individual retirement account, IRA*), qui constituent le troisième pilier, représentent un encours de 17 000 milliards de dollars, soit 58 % du PIB du pays. Ces volumes s'ajoutent aux 21 700 milliards de dollars investis par le biais de plans 401(k) et de contrats d'épargne-

⁴⁷ Bulletin de la Banque de France – Quelles incitations réglementaires au financement par fonds propres aux États-Unis ? Le rôle essentiel des fonds de pension publics – Octobre 2025 ([lien](#)).

⁴⁸ FMI - Pension Reform and Stock Market Development - Février 2025 ([lien](#)).

retraite de type « *annuities* », l'encours total des actifs de retraite s'élevant quant à lui à 44 100 milliards de dollars⁴⁹.

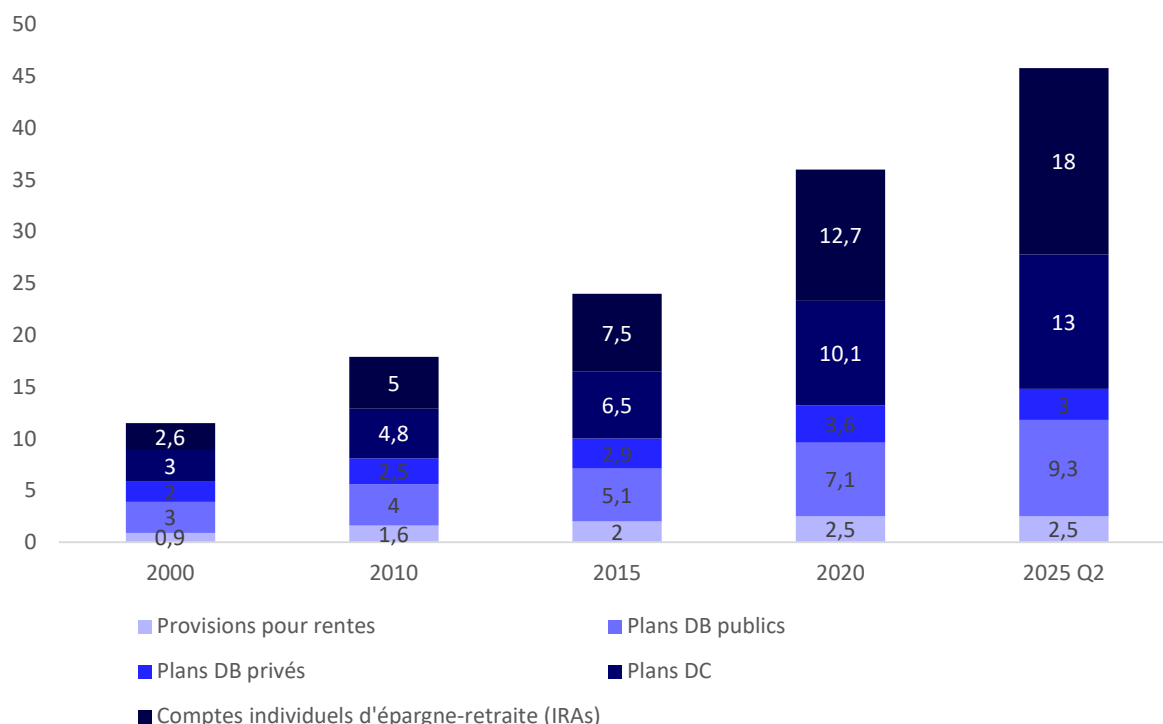


Figure 3.2 : Actifs d'épargne-retraite aux États-Unis (en milliers de milliards de dollars)⁵⁰

En fonction de l'âge des ménages, une proportion élevée des actifs collectés sur ces comptes individuels d'épargne-retraite, comprise entre 58,7 % et 62,5 % de l'encours total des IRA aux États-Unis, est investie en actions⁵¹.

3.1.2. L'insuffisance actuelle de la base d'investisseurs institutionnels et publics en Europe ne permet pas de soutenir l'innovation à grande échelle

Pour commencer, il convient de souligner que les plus grands investisseurs institutionnels en Europe, les assureurs, se heurtent à des freins structurels, eu égard aux contraintes prudentielles auxquelles ils font face et à la structure souvent garantie de leur passif (voir le chapitre 4), ce qui limite leur capacité à engager des volumes de fonds importants en capital-risque et plus largement à fournir des financements en fonds propres.

Dans la mesure où les assureurs représentent plus de la moitié du *pool* d'actifs institutionnels européens, les obstacles qui limitent leurs capacités d'investissement en fonds propres réduisent le volume total de financement institutionnel disponible. De ce fait, la base d'investisseurs européens capables d'apporter des financements à long terme pour des projets risqués est structurellement restreinte.

⁴⁹ Investment Company Institute – Quarterly Retirement Market Data – Q2 2025 ([lien](#)).

⁵⁰ *Ibid.*

⁵¹ Investment Company Institute – US Retirement and Education Savings – 2025 ([lien](#)).

Cette situation est d'autant plus problématique que les investisseurs institutionnels comptent parmi les seuls acteurs en mesure d'occuper des positions dominantes dans les levées de fonds de capital-risque et les introductions en bourse, en prenant des engagements élevés. Ils jouent par conséquent un rôle décisif pour garantir des tickets suffisamment importants dans les fonds *late stage* et assurer le succès des introductions en bourse.

Par conséquent, bien qu'au moins un investisseur originaire de l'UE intervienne dans environ deux tiers des opérations de capital-risque, les grandes levées de fonds *late stage* en Europe sont, elles, dominées, dans une proportion significative, par des investisseurs extra-européens⁵², en particulier par des fonds « *crossover* » américains ou mondiaux.

De plus, les capitaux publics européens restent structurellement insuffisants pour combler les importants besoins de financement des *scale-ups*. En l'absence de sources de financement public bon marché abondantes (ressources naturelles, excédents commerciaux substantiels, forte croissance démographique), les États membres dans lesquels la dette publique atteint un niveau relativement élevé font face à des pressions budgétaires et devront continuer à accorder la priorité à l'assainissement des finances publiques. De ce fait, les possibilités de soutien public supplémentaire sont limitées.

En Europe, les entités publiques, notamment la BEI et les banques nationales de développement, représentaient déjà 31 % de la base d'investisseurs en capital-risque durant la période 2013-2023⁵³, soit un niveau bien plus élevé qu'aux États-Unis (4 %) ⁵⁴.

Cet engagement public fort a permis de favoriser l'écosystème des jeunes pousses *early stage* grâce à des initiatives publiques, comme exposé plus en détail au chapitre 5 de ce rapport. Néanmoins, de tels mécanismes demeurent intrinsèquement limités en termes de taille et de continuité, car ces dispositifs de financement public ne peuvent rivaliser avec les bassins de capitaux massifs des investisseurs institutionnels. Les tendances actuelles en matière de levées de fonds montrent que les investisseurs chefs de file doivent habituellement engager des tickets individuels avoisinant cinquante millions de dollars pour respecter leurs contraintes de diversification. De ce fait, les fonds doivent atteindre des encours compris entre cinq cents millions et un milliard de dollars, un volume que les banques nationales de développement peinent à atteindre dans la plupart des pays, en Europe ou ailleurs.

3.1.3. Du fait du poids élevé des régimes de retraite par répartition et du sous-développement des régimes de retraite complémentaire et supplémentaire, l'Europe se prive en grande partie des ressources dont elle a besoin pour financer l'innovation

Pour commencer, dans la mesure où ces notions seront utilisées de manière répétée dans ce chapitre et serviront de base aux recommandations stratégiques qui vont suivre, il

⁵² Commission européenne – Study of barriers to, and drivers of, the scaling-up of funds investing in innovative and growth companies – Septembre 2025 ([lien](#)).

⁵³ Invest Europe – Investing in Europe: Private Equity Activity 2024 – Mai 2025 ([lien](#)).

⁵⁴ FMI – Stepping Up Venture Capital to Finance Innovation in Europe – Juillet 2024 ([lien](#)).

n'est pas inutile de rappeler que les régimes de retraite sont généralement structurés autour de trois piliers :

- **Premier pilier :** les retraites publiques. Ces régimes sont habituellement financés par répartition et non par capitalisation : les retraites servies aux retraités actuels sont financées par les cotisations versées par les actifs. Lorsque les cotisations des actifs ne suffisent pas à couvrir le paiement des pensions de retraite, le déficit est généralement financé par le budget public.
- **Deuxième pilier :** les régimes de retraite professionnelle financés conjointement par les salariés et les employeurs. Contrairement aux régimes du premier pilier, les régimes du deuxième pilier reposent plus souvent sur des dispositifs par capitalisation, bien que certains continuent de fonctionner selon le principe de la répartition.
- **Troisième pilier :** les produits d'épargne-retraite individuels, la plupart du temps facultatifs, ainsi que les fonds d'investissement privés et les plans d'épargne-retraite affectés au financement de la vieillesse. Ils sont souvent favorisés par des incitations fiscales ou d'autres dispositifs réglementaires destinées à encourager l'épargne de long terme.

Il convient également d'expliciter la différence entre les régimes de retraite par capitalisation et les régimes de retraite par répartition :

- **Dans les régimes par répartition,** les retraites payées aux retraités actuels sont financées directement par les cotisations des actifs, plutôt que par l'épargne accumulée ou par les rendements des placements.
- **Dans les régimes par capitalisation,** les retraites sont financées par les cotisations qui sont accumulées et investies à long terme. Chaque cohorte de cotisants épargne essentiellement pour sa propre retraite à venir, les cotisations étant généralement affectées à des comptes individuels ou collectifs et investies sur les marchés financiers.

Parmi les régimes de retraite par capitalisation, on distingue habituellement les régimes à cotisations définies (DC) des régimes à prestations définies (DB) : dans les régimes à cotisations définies, les cotisations sont fixes, alors que la rente dépend de la performance du placement et de l'épargne accumulée. À l'inverse, dans les régimes à prestations définies, les bénéficiaires ont la garantie de percevoir une pension d'un montant prédéfini, habituellement fonction de facteurs tels que le niveau des revenus d'activité et la durée de la carrière, indépendamment de la rentabilité des placements opérés par le fonds.

Enfin, les régimes par capitalisation, à cotisations définies comme à prestations définies, peuvent être complétés par différents dispositifs de placement, en faisant appel à des véhicules d'investissement individuels ou collectifs.

Les fonds de pension sont l'un des principaux types de véhicules d'investissement collectifs et sont souvent intégrés dans les régimes du deuxième pilier, comme c'est le cas aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Suisse et en Suède. Ils regroupent l'épargne-retraite individuelle

et placent les encours collectés sur les marchés de capitaux, tout en s’engageant, au passif, à servir des revenus de retraite stables, qu’il s’agisse de produits à cotisations définies ou prestations définies.

Toutefois, les produits de retraite collectifs par capitalisation peuvent prendre d’autres formes, comme les véhicules collectifs fondés sur l’assurance. En France, par exemple, les fonds de retraite professionnelle supplémentaire (FRPS) gèrent le segment en fonds euros de produits de retraite individuels ou collectifs fondés sur l’assurance.

Les régimes de retraite par capitalisation individuels, généralement associés à des éléments du troisième pilier, peuvent reposer sur le principe de la gestion libre, qui permet aux retraités de décider en toute liberté de l’allocation de leurs actifs, ou sur celui de la gestion pilotée des actifs. Cette dernière permet de conférer une dimension collective à la gestion du produit, bien que chaque retraité demeure propriétaire, au niveau de son compte d’investissement, des sous-jacents ou unités de compte.

L’Europe dépend dans une large mesure, parmi ces différents systèmes, des régimes de retraite par répartition du premier pilier, qui sont profondément enracinés dans les traditions socio-économiques européennes.

À l’heure actuelle, seuls 23 % environ des Européens sont affiliés à un régime de retraite professionnel et à peine 19 % d’entre eux sont titulaires d’un produit d’épargne-retraite individuel⁵⁵.

Aux États-Unis, en revanche, le paysage des retraites repose dans une plus large mesure sur l’épargne-retraite par capitalisation : environ 56% des salariés américains sont affiliés à des régimes de retraites professionnels⁵⁶ et 44 % des ménages américains détiennent des comptes individuels d’épargne-retraite⁵⁷.

De ce fait, la taille des bassins d’actifs de retraite complémentaire et supplémentaire, qui atteint seulement 25% du PIB en Europe, comparée à 147 % du PIB aux États-Unis, 157 % du PIB au Canada et 135 % du PIB en Australie, demeure bien plus limitée⁵⁸.

Il convient cependant de souligner que la couverture des régimes de retraite complémentaire varie fortement. En Suède, 90 % des salariés sont couverts par un régime de retraite professionnel, comme exposé ci-après. Le Danemark et les Pays-Bas ont d’ores et déjà engagé une réforme approfondie de leur système de retraite.

Par conséquent, le ratio des actifs d’épargne-retraite par rapport au PIB diffère fortement d’un pays européen à l’autre, s’échelonnant de 1,1 % du PIB en Grèce à 204 % du PIB au Danemark, l’Allemagne et la France se situant en bas de la fourchette, avec seulement

⁵⁵ AEAPP – Consumer Trends report – Novembre 2023 ([lien](#)).

⁵⁶ US Congress – Worker Participation in Employer-Sponsored Pensions – Septembre 2024 ([lien](#)).

⁵⁷ ICI – The Role of IRAs in US Households’ Saving for Retirement – Mars 2025 ([lien](#)).

⁵⁸ OCDE – Pension Markets in focus – Juin 2025 ([lien](#)).

6,4 % et 12,9 % du PIB respectivement, tandis que la Suède et les Pays-Bas atteignent un niveau plus proche de celui du Danemark (respectivement 114,8 % et 150,3 % du PIB)⁵⁹.

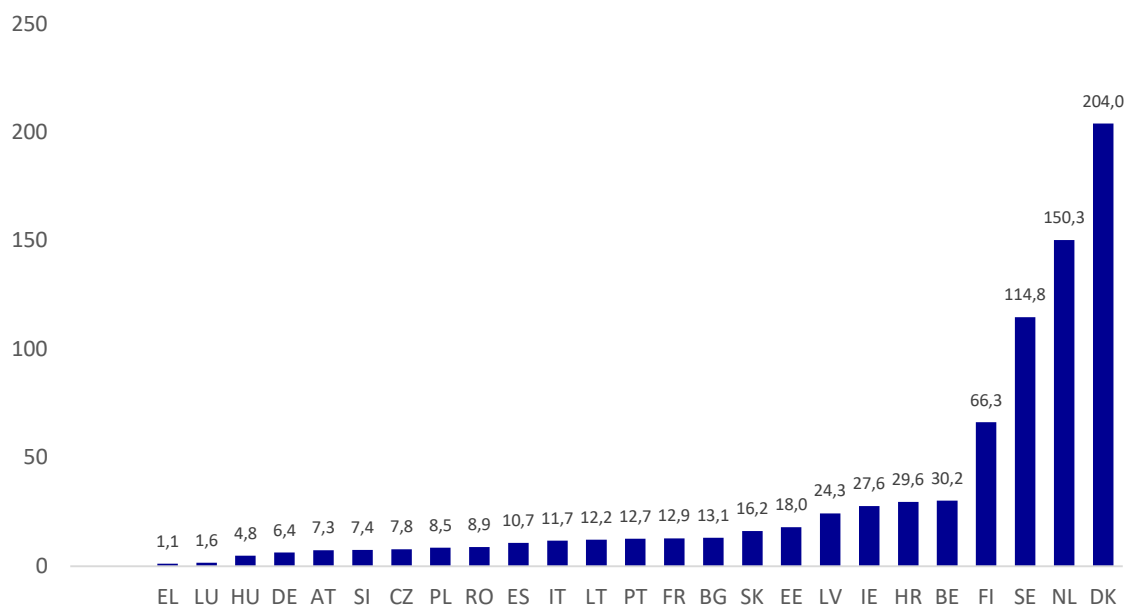


Figure 3.3 : Encours des plans d'épargne-retraite adossés à des actifs fin 2024 (en proportion du PIB)⁶⁰

Ces écarts s'expliquent par le fait que, parmi les pays de l'UE qui ont adopté un modèle de retraite hybride, combinant capitalisation et répartition, à ce jour seuls deux sont réellement parvenus à renforcer le poids des régimes des deuxième et troisième piliers. En dehors de l'UE, la Suisse et l'Islande disposent également de systèmes hybrides capitalisation-répartition⁶¹.

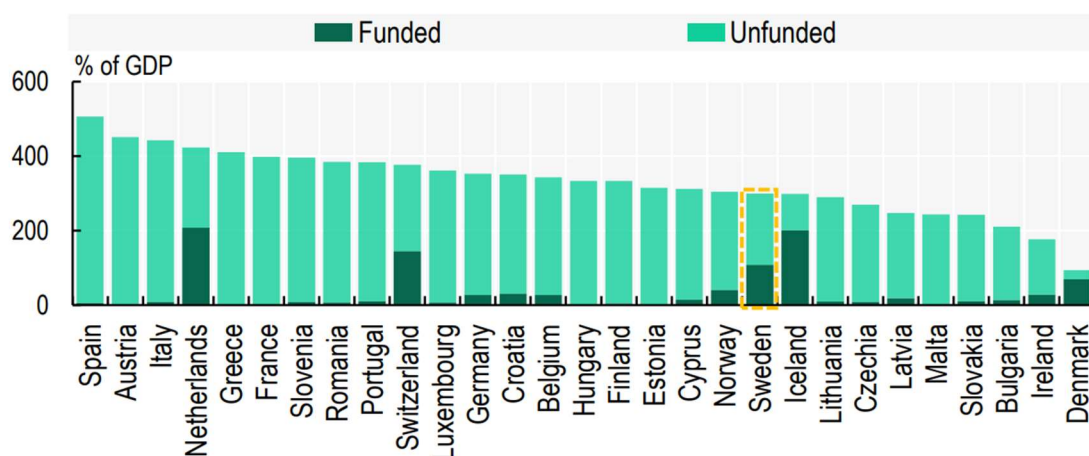


Figure 3.4 : Actifs des régimes par capitalisation et par répartition (fin 2021)⁶²

⁵⁹ *Ibid.*

⁶⁰ OCDE – Pension Markets in focus – Juin 2025 ([lien](#)).

⁶¹ OCDE – The Swedish Equity Market: Institutional Framework and Trends – Avril 2025 ([lien](#)).

⁶² *Ibid.*

Par conséquent, le sous-approvisionnement en capitaux à long terme des marchés de capitaux européens, principal facteur de leur sous-développement, est largement dû au sous-développement des régimes de retraite par capitalisation dans l'UE, comme le souligne le rapport Draghi⁶³.

Ce déficit de capitaux à long terme illustre un autre paradoxe⁶⁴ : les épargnants européens, malgré des taux de cotisation importants pour financer les régimes de retraite par répartition, affichent un taux d'épargne parmi les plus significatifs au monde, qui s'élevait à 15,4 % dans la zone euro au premier trimestre 2025⁶⁵, contre seulement 5 % aux Etats-Unis⁶⁶. Cette situation devrait théoriquement entraîner la constitution d'un important réservoir d'actifs de long terme investis sur les marchés de capitaux.

Toutefois, l'existence d'incitations réglementaires et la préférence marquée des investisseurs européens pour des produits liquides et garantis, associée à une demande élevée pour les actions non domestiques, majoritairement américaines, a empêché le volume considérable d'épargne des particuliers dans l'UE (39 500 milliards d'euros en 2024)⁶⁷ de se transformer en vaste réservoir de capitaux investis sur les marchés actions nationaux, comme présenté dans le rapport Noyer : en 2024, 30,6 % des actifs financiers européens étaient investis en monnaie et en dépôts⁶⁸.

En définitive, toute réforme des retraites devrait avoir pour but premier d'assurer aux personnes âgées une source de revenus fiable et appropriée et de garantir l'équilibre du système en agissant sur les difficultés liées aux facteurs démographiques, tout en préservant la soutenabilité financière des budgets publics.

À cet égard, il convient de souligner que les problèmes liés au vieillissement de la population revêtent une importance moindre pour les régimes de retraite par capitalisation, dans la mesure où ces régimes dépendent des actifs accumulés plutôt que des cotisations actuelles pour servir les prestations.

Néanmoins, même les régimes par capitalisation peuvent être soumis à des pressions si le rendement des investissements est inférieur aux attentes ou si les particuliers ne parviennent pas à épargner de manière suffisante, ce qui démontre l'importance de concevoir les régimes par répartition et les régimes par capitalisation comme des systèmes complémentaires. Parallèlement, les citoyens peuvent bénéficier de rendements relativement élevés. Sur le long terme, les plans de retraite par capitalisation actifs ont enregistré des taux de rendement des investissements positifs dans la plupart des pays⁶⁹.

⁶³ Mario Draghi – L'avenir de la compétitivité européenne – Septembre 2024 ([lien](#)).

⁶⁴ Christian Noyer – Développer les marchés de capitaux européens pour financer l'avenir – Avril 2024 ([lien](#)).

⁶⁵ Eurostat – T1 2025 ([lien](#)).

⁶⁶ Bureau of Economic Analysis – Personal Saving Rate – Juin 2025 ([lien](#)).

⁶⁷ Eurostat – Households – Statistics on financial assets and liabilities – Octobre 2025 ([lien](#)).

⁶⁸ *Ibid.*

⁶⁹ OECD – Pension Markets in Focus 2025 – Novembre 2025 ([lien](#)).

En Suède par exemple, le fonds public AP7 a enregistré en moyenne, entre 2000 et 2024, un taux de rendement interne de 11,5 %⁷⁰.

3.2. La Suède offre une bonne illustration d’une transition réussie vers un système de retraite hybride, contribuant de façon substantielle au financement de l’innovation nationale

3.2.1. Contrairement à la plupart des États membres de l’UE, la Suède a mis en place un système hybride reposant en partie sur des retraites complémentaires par capitalisation

Le système de retraite suédois repose sur trois piliers. Il fonctionne comme un modèle hybride dans lequel le régime public continue de représenter entre 65 % et 70 % du montant moyen des retraites perçues.

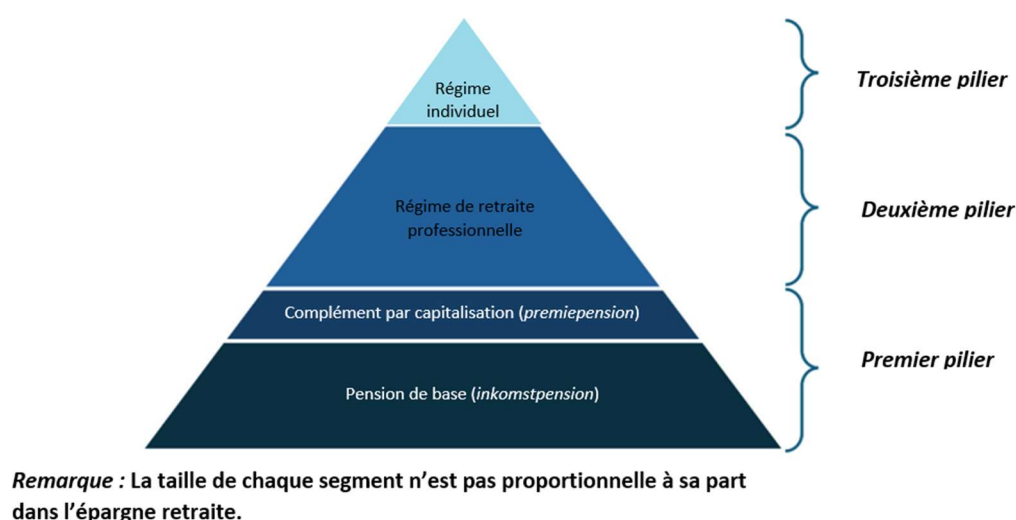


Figure 3.5 : Les trois piliers du système suédois ⁷¹

Le **premier pilier**, ou régime public, combine répartition et capitalisation.

La composante par répartition est structurée autour d'un système en comptes notionnels dans lequel les cotisations sont fixées à 16 % du revenu des salariés et enregistrées individuellement, les prestations étant calculées au moment de la retraite. La composante par capitalisation (*premiépension*) est un régime complémentaire obligatoire dont les cotisations, fixées à 2,5 % du revenu des salariés, sont investies sur les marchés de capitaux par l'intermédiaire de comptes individuels gérés par l'Office suédois des pensions (*Pensionsmyndigheten*).

Les cotisations au régime « *premiépension* » sont investies tout au long de la carrière des salariés dans des fonds de pension gérés par des professionnels. Les assurés peuvent choisir

⁷⁰ AP7 – Annual and Sustainability Report 2024 – Avril 2025 ([lien](#))

⁷¹ Centre for European Policy Studies – Learning from Sweden: A Blueprint for Building Resilient European Capital Markets – Juin 2025 ([lien](#)).

jusqu'à cinq fonds de pension différents parmi plus de 400 fonds agréés, sur une plateforme spécifique.

À défaut d'un choix effectué par l'assuré, les cotisations sont investies dans le fonds public AP7, qui gère aujourd'hui environ la moitié de l'ensemble des actifs de la composante « *premiépension* », soit 130 milliards d'euros pour l'année dernière seulement, ce qui représente près de 25 % du PIB de la Suède.

Le **deuxième pilier** complète le régime public au moyen d'un modèle de retraite professionnelle par capitalisation à cotisations définies. Introduit dès 1973 et régi par des conventions collectives, ce régime semi-obligatoire s'applique automatiquement à tous les salariés couverts par des conventions collectives, soit environ 90 % de l'ensemble des salariés.

Le cadre et la gouvernance de la gestion des fonds du deuxième pilier sont fixés par les partenaires sociaux et structurés autour de quatre régimes professionnels, reflétant le secteur d'activité et la catégorie socioprofessionnelle. La gestion des fonds est assurée par des organismes de retraites professionnelles et des organismes d'assurance, avec un niveau de concentration relativement élevé autour des trois plus grands gestionnaires de fonds de pension du pays (Alecta, AMF et Folksam), qui représentent près des deux tiers des actifs de retraite professionnelle.

Les fonds gérés par le système suédois de retraite professionnelle représentent la moitié du total des actifs d'épargne-retraite du pays, soit 370 milliards d'euros, d'après les chiffres de l'OCDE⁷².

Le **troisième pilier** est composé principalement d'un compte d'épargne-investissement appelé ISK (*investeringsparkonto*) destiné à la constitution d'un complément de retraite mais qui constitue en premier lieu une solution d'épargne fiscalement avantageuse. Depuis son introduction en 2012, et après la suppression en 2016 des déductions fiscales qui s'appliquaient aux cotisations à des régimes de retraite privés individuels, l'ISK a rapidement gagné en popularité. Près de 40 % de la population est désormais titulaire d'un ISK et le total des actifs de ces comptes a été estimé à 176 milliards d'euros pour l'année 2024⁷³. L'attrait de l'ISK réside en grande partie dans son régime fiscal simple et standardisé : l'État prélève un impôt forfaitaire annuel fondé sur la valeur des actifs au lieu d'imposer les plus-values et les dividendes réels.

Le taux de cet impôt forfaitaire est calculé chaque année par l'Agence suédoise des impôts (*Skatteverket*). Pour cela, elle applique le taux d'emprunt de l'État majoré de 1 point de pourcentage (avec un taux plancher de 1,25 %) puis un taux forfaitaire de 30 %. Ce calcul a produit un taux annuel moyen d'imposition des actifs de l'ISK de 0,52 % entre 2012 et 2024. En outre, les 150 000 premières couronnes (13 000 premiers euros) déposées sur un

⁷² OCDE – Pension Markets in Focus – Juin 2025 ([lien](#)).

⁷³ Commission européenne – Commission staff working document accompanying the Commission recommendation on Increasing the Availability of Savings and Investment Accounts with Simplified and Advantageous Tax Treatment – Septembre 2025 ([lien](#)).

compte ISK sont totalement exonérées d'impôt, plafond qui devrait être relevé à 300 000 couronnes en 2026.

Au total, ces trois piliers constituent un important réservoir de capitaux à long terme. Le total des actifs du régime public et du régime de retraite professionnelle (troisième pilier exclu) atteignait 764 milliards d'euros fin 2023, soit près de 145 % du PIB suédois⁷⁴. C'est globalement comparable aux 153 % observés en Amérique du Nord, mais bien au-dessus de la moyenne européenne, qui se situait à 41 % fin 2024⁷⁵.

3.2.2. Le système de retraite suédois et sa composante par capitalisation ont joué un rôle déterminant dans la promotion d'un des écosystèmes d'innovation les plus dynamiques en Europe

Grâce à son vaste réservoir d'actifs d'épargne-retraite nationaux, largement orientés vers le financement de l'économie du pays, la Suède a pu développer un marché des capitaux très dynamique.

En effet, malgré la taille relativement modeste de son économie (3,1 % du PIB total de l'UE, contre 16,4 % pour la France et 24,4 % pour l'Allemagne), la Suède a enregistré 823 introductions en bourse entre 2016 et 2023 (alors que la France et l'Allemagne n'en ont enregistré que 130 et 84 respectivement pendant la même période), et elle accueille désormais le plus grand nombre de sociétés cotées de tous les pays de l'UE⁷⁶.

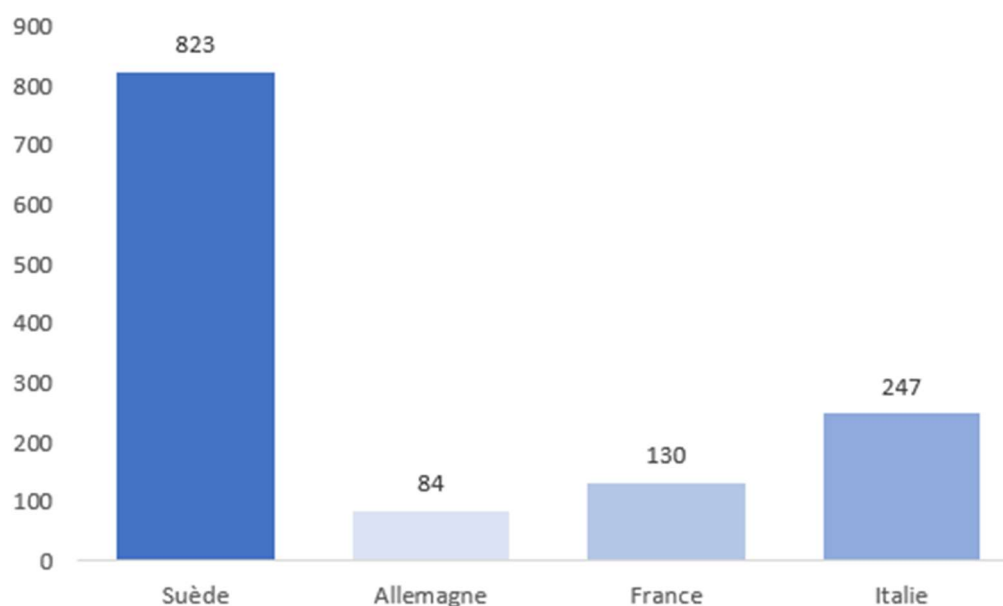


Figure 3.6 : Nombre d'introductions en bourse (2016-2023)⁷⁷

⁷⁴ OCDE – The Swedish Equity Market: Institutional Framework and Trends – Avril 2025 ([lien](#)).

⁷⁵ OCDE – Pension Markets in focus – Juin 2025 ([lien](#)).

⁷⁶ Centre for European Policy Studies, Learning from Sweden: a blueprint for building resilient European capital markets – Juin 2025 ([lien](#)).

⁷⁷ *Ibid.*

Avec une capitalisation boursière égale à 175 % du PIB en 2024, soit plus du double de la moyenne de l'UE, la Suède se distingue ainsi comme l'un des marchés boursiers les plus développés d'Europe⁷⁸.

Le pays bénéficie également d'un écosystème du capital-risque dynamique, à hauteur de 7 % du total des investissements en capital-risque de l'UE en 2023. Il affiche le niveau le plus élevé d'investissements en capital-risque par habitant dans l'UE (450 euros par personne), c'est-à-dire plus du double de celui de l'Irlande, qui se classe au deuxième rang dans l'UE⁷⁹.

Par ailleurs, le groupe suédois EQT occupe la deuxième place du classement mondial des sociétés de capital-investissement, en montants de capitaux levés entre 2020 et 2024. EQT est également le seul acteur européen dans le « top 5 » de ce classement, composé par ailleurs exclusivement d'acteurs américains⁸⁰.

En fournissant des canaux de financement efficaces aux entreprises innovantes tout au long de leur cycle de développement, grâce aux levées de fonds de capital-risque sur le segment du *early stage* comme sur celui du *late stage*, et à la performance des introductions en bourse sur les marchés actions, la Suède a permis le développement de quatre des quatorze entreprises de l'UE ayant une valeur estimée à plus de dix milliards de dollars (décacornes) créées au cours des cinquante dernières années⁸¹, ce qui la place en tête de l'ensemble des pays européens.

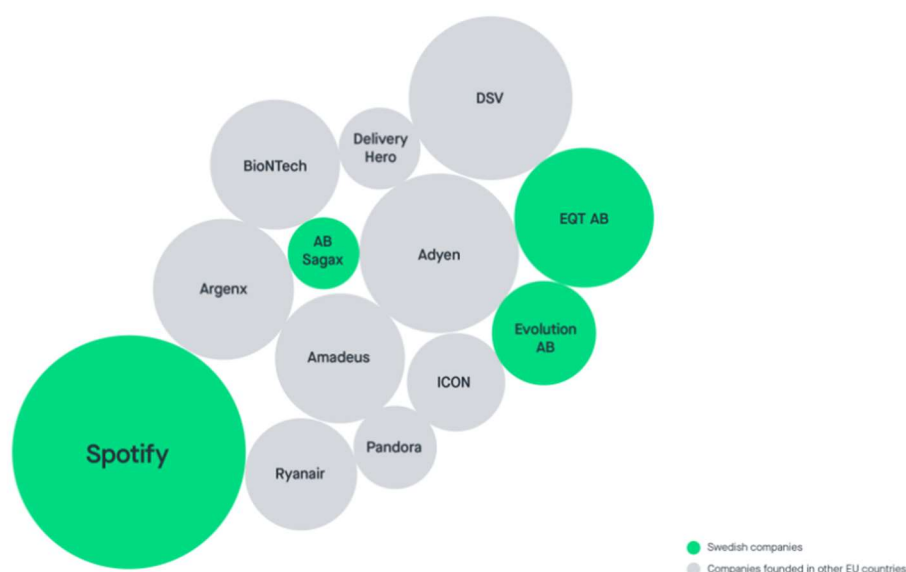


Figure 3.7 : Sociétés de l'UE créées au cours des cinquante dernières années cotées en bourse et dont la valeur est estimée à plus de dix milliards de dollars⁸²

⁷⁸ OCDE – The Swedish Equity Market: Institutional Framework and Trends – Avril 2025 ([lien](#)).

⁷⁹ Centre for European Policy Studies, learning from Sweden: a blueprint for building resilient European capital markets – Juin 2025 ([lien](#)).

⁸⁰ Private Equity International – PEI 300: The world's largest private equity firms – Juin 2025 ([lien](#)).

⁸¹ Chambre de commerce de Stockholm, Stockholm – The greatest capital in the world?, – 2025 ([lien](#)). Données du 3^e trimestre 2024.

⁸² *Ibid.*

La réussite de la Suède en matière de promotion du développement d'entreprises innovantes ne se limite pas au nombre de décacornes, puisque le pays figure également dans le « top 10 » du nombre de licornes (46 recensées en mai 2025⁸³).

Du fait notamment de sa capacité à financer l'innovation à grande échelle, la Suède occupe également le premier rang dans l'UE pour les dépenses de R&D des entreprises en pourcentage du PIB⁸⁴ et pour les investissements dans les technologies de l'information, et elle se classe globalement au deuxième rang des investissements des entreprises. Il convient de noter que la position forte de la Suède dans les dépenses de R&D n'est pas corrélée au niveau des aides publiques directes et indirectes, qui sont relativement faibles, inférieures d'environ 30 % à la moyenne de l'UE⁸⁵.

3.2.3. Le succès du système de retraite suédois dans la promotion d'investissements destinés au financement de l'innovation repose sur quelques principes essentiels

Bien que d'autres pays aient adopté des systèmes de retraite fondés entièrement ou partiellement sur la capitalisation, ces dispositifs n'ont pas tous produit des effets sur le financement de l'innovation nationale équivalents à ceux observés en Suède.

Il convient donc d'analyser avec soin les fondements structurels du système de retraite suédois, afin d'identifier les pistes de réforme envisageables dans d'autres États membres.

Les principaux moteurs structurels expliquant le succès du système de retraite suédois, tant en matière de promotion de l'innovation nationale que d'attractivité des rendements pour les retraités suédois, peuvent être décrits comme suit :

- **Une approche équilibrée, fondée sur la structure par répartition préexistante.** La transition d'un système presque entièrement par répartition vers un modèle hybride, donnant une part plus importante à la capitalisation, s'est faite tout en préservant l'importance du pilier du régime public, qui représente encore aujourd'hui 70 % de la moyenne des versements de prestations de retraite⁸⁶. En outre, la Suède est parvenue à maintenir un niveau relativement élevé de sécurité pour les retraités grâce à une pension minimale garantie, financée à partir du budget de l'État ;
- **Une forte dimension collective dans la mise en commun et la gestion de l'épargne-retraite, assurant une gestion professionnelle et performante.** Cette dimension collective est principalement liée au rôle central accordé aux fonds de pension, qui gèrent plus de 800 milliards d'euros d'actifs⁸⁷. Cela a permis d'investir une part importante de l'épargne-retraite suédoise dans des actifs illiquides, par exemple le capital-risque, renforçant ainsi considérablement la contribution du système de retraite à l'innovation. Les engagements des fonds de pension (y compris non

⁸³ Dealroom.co – State of the Swedish Tech Ecosystem – Mai 2025 ([lien](#)).

⁸⁴ Commission européenne – European Innovation Scoreboard 2025 – Country profile Sweden – Juillet 2025 ([lien](#)).

⁸⁵ *Ibid.*

⁸⁶ OCDE – The Swedish Equity Market: Institutional Framework and Trends – Avril 2025 ([lien](#)).

⁸⁷ *Ibid.*

nationaux) représentent en moyenne 30 % des levées de fonds de capital-investissement et de capital-risque entre 2007 et 2023, contre seulement 15 % pour l'ensemble de l'UE⁸⁸ ;

- **L'importance du poids des actions dans les instruments d'épargne-retraite collective et individuelle, liée à l'absence de garanties permanentes du capital.** Dans les fonds de réserve du régime public, les actions cotées représentent plus de 50 % des portefeuilles, et jusqu'à 87 % dans le fonds AP7 (*premiepension*)⁸⁹. La part des actions est également importante dans les fonds de pension du régime de retraite professionnelle, dont elles constituent la moitié du portefeuille, dont 37 % en détention directe d'actions cotées, 7 % en détention directe de capital-investissement et 6 % d'exposition indirecte par l'intermédiaire de fonds d'investissement⁹⁰. Dans le régime de retraite individuel, les fonds actions représentent près de 60 % des actifs détenus sur des comptes ISK, en plus des 29 % investis dans des fonds diversifiés⁹¹ ;
- **Un biais national dans le fléchage des actifs de chaque pilier.** Les quatre principaux fonds de réserve (AP1 à AP4) affectent entre un quart et un tiers de leurs portefeuilles d'actions à des titres nationaux⁹², alors que la Suède représente moins de 1 % de la capitalisation boursière mondiale. Cette préférence pour l'économie nationale est également manifeste de la part des investisseurs de détail, qui orientent près de 40 % de leurs investissements en actions vers des actifs suédois, notamment par l'intermédiaire de leurs comptes ISK. Si le biais national s'explique en partie par des préférences culturelles, certains aspects réglementaires contribuent également à cette tendance (par exemple la restriction imposant que les actifs des fonds AP du régime public ne soient pas exposés à plus de 40 % au risque de change), de même que la complexité administrative de la récupération des retenues à la source étrangères sur les actifs des comptes ISK⁹³.

Malgré tous les avantages du système suédois tels que nous les avons exposés, les personnes interrogées par la mission ont souligné qu'en dépit d'un écosystème d'investissement en *early stage* dynamique et d'un marché des introductions en bourse florissant, une marge d'amélioration demeure concernant le segment intermédiaire du financement des *scale-ups*.

3.2.4. La transition réussie et relativement récente de la Suède vers un système de retraite hybride offre un exemple utile aux autres États membres désireux de suivre la même voie

Avant la réforme des années 1990, le système de retraite suédois reposait presque entièrement sur un régime par répartition, comme c'est actuellement le cas dans la plupart des pays de l'UE. Le système en place était essentiellement un régime à prestations

⁸⁸ Centre for European Policy Studies – Learning from Sweden: a blueprint for building resilient European capital markets – Juin 2025 ([lien](#)).

⁸⁹ OCDE – The Swedish Equity Market: Institutional Framework and Trends – Avril 2025 ([lien](#)).

⁹⁰ *Ibid.*

⁹¹ Fondbolagens förening – The investment savings account in focus – Octobre 2024 ([lien](#)).

⁹² OCDE – The Swedish Equity Market: Institutional Framework and Trends – Avril 2025 ([lien](#)).

⁹³ *Ibid.*

définies, liées aux revenus, reposant sur une retraite de base nationale (*folkpension*) et une retraite complémentaire nationale (*allmän tilläggspension*, ATP) introduite en 1960 selon un modèle de régime par répartition.

À la fin des années 1980 et au début des années 1990, les projections démographiques ont mis en évidence l'ampleur du déséquilibre futur du système de retraite national. La Suède allait devoir financer la retraite des cohortes démographiques nombreuses nées dans les années 1940, et les simulations actuarielles montraient que les taux de cotisation existants seraient insuffisants pour couvrir les engagements futurs.

Cette prise de conscience a déclenché un puissant mouvement de convergence politique autour de la nécessité d'une réforme. La transition suédoise vers un système hybride s'est inscrite dans le cadre d'un processus politique et technique qui a débuté au milieu des années 1990. En 1994, une commission spéciale nommée par le gouvernement a lancé un examen complet du système de retraite, invitant des experts, les partenaires sociaux et les partis politiques à définir des objectifs prenant en compte à la fois le facteur de la durabilité et celui de l'équité intergénérationnelle. Entre 1994 et 1997, de vastes modélisations actuarielles ont été réalisées, des consultations publiques ont été lancées et des négociations entre partis ont eu lieu.

Sur la base de ces travaux et de ces consultations politiques, le parlement suédois a adopté la loi sur la réforme du système des retraites en 1998. Le système à deux piliers instauré par cette loi est entré en vigueur en 1999.

Le premier pilier de ce nouveau modèle comporte une composante par répartition à cotisations définies notionnelle, dans laquelle les comptes individuels retraçant l'effort contributif de leurs titulaires au cours de la vie professionnelle sont complétés par des mécanismes d'équilibrage automatique permettant d'ajuster les taux d'accumulation et les niveaux de cotisation en fonction de l'évolution démographique et économique.

Ce premier pilier comprend également une composante par capitalisation obligatoire qui permet au salarié d'investir individuellement une partie de ses cotisations sur des comptes privés, par l'intermédiaire de fonds de pension publics ou privés. Dans la phase de mise en œuvre, des dispositions transitoires ont été appliquées afin de protéger les droits des retraités et des cotisants proches de la retraite, en assurant une transition douce sans réduction brutale des prestations attendues.

Dans le même temps, les retraites professionnelles suédoises préexistantes (deuxième pilier), peu développées, ont connu d'importants changements. Traditionnellement négociés au niveau sectoriel ou de l'entreprise, ces systèmes de retraite étaient en grande partie volontaires ou offraient une couverture limitée. Au cours des années 1990, les conventions collectives ont été restructurées de façon à créer des retraites professionnelles quasi obligatoires, bénéficiant à environ 90 % des salariés. Le modèle est celui d'un régime à cotisations définies, avec des gestionnaires de fonds sélectionnés au niveau central et des frais de gestion réduits, à des fins de transparence et d'efficacité accrues.

Le nouveau système a produit une augmentation considérable du niveau des actifs gérés dans le système de retraite suédois, passant de moins de 1 500 milliards de couronnes en 2001 à près de 9 000 milliards de couronnes (810 milliards d’euros) aujourd’hui⁹⁴.

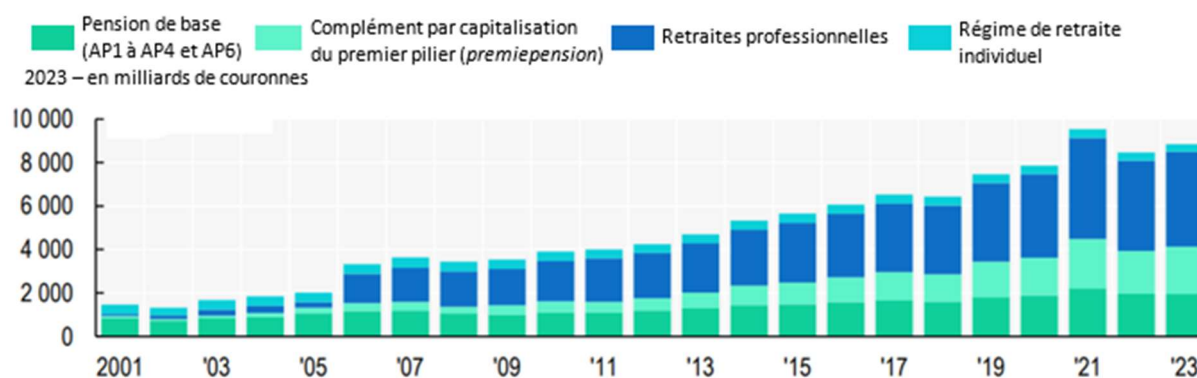


Figure 3.8 : Actifs gérés dans le système de retraite suédois⁹⁵

La question de la « double contribution » pour la génération de la transition a été gérée avec succès, grâce à la mise en œuvre de plusieurs stratégies.

Premièrement, lorsque la retraite complémentaire nationale a été créée en 1960, les cotisations ont été délibérément fixées au-dessus des besoins immédiats, ce qui a permis l’accumulation d’un important fonds de réserve en prévision d’un futur déséquilibre structurel. Les importants fonds de réserve ainsi accumulés, qui représentaient 38 % du PIB suédois en 1995, ont contribué à absorber une partie de la pression financière, fournissant la marge de manœuvre nécessaire pour honorer les engagements existants du régime par répartition tout en introduisant la nouvelle composante par capitalisation.

Deuxièmement, la Suède a préservé le rôle prédominant de la composante par répartition du système, minimisant ainsi le déficit de financement qui se serait produit si une part beaucoup plus importante des cotisations avait été transférée vers la capitalisation.

Troisièmement, les règles de la transition ont été calibrées en fonction de l’année de naissance pour les générations nées entre 1938 et 1953. La cohorte de chaque année recevait une retraite calculée en partie selon l’ancien système et en partie selon le nouveau, la part de la nouvelle composante augmentant progressivement pour les dernières cohortes. Ce système a contribué à faciliter la transition et à éviter une situation dans laquelle les cotisants d’une génération donnée auraient dû financer pleinement à la fois les retraites de leurs parents et leurs propres comptes de capitalisation.

⁹⁴ OCDE – The Swedish Equity Market: Institutional Framework and Trends – Avril 2025 ([lien](#)).

⁹⁵ *Ibid.*

3.3. À l’instar de la Suède, les États membres de l’UE doivent entreprendre des réformes ambitieuses de leurs systèmes de retraite complémentaire et supplémentaire pour relever le double défi du vieillissement de la population et du déficit de financement de l’innovation

3.3.1. La France et l’Allemagne, entre autres États membres, ont récemment pris de nouvelles initiatives pour renforcer leurs régimes de retraite relevant des deuxième et troisième piliers

Plusieurs pays européens historiquement dépourvus de véritables régimes de retraite par capitalisation ont récemment mis en place ou développé des régimes de retraite de deuxième pilier (professionnel) et de troisième pilier (individuel).

En France, l’initiative repose sur le Plan Épargne Retraite (PER) destiné à compléter le régime de base et le régime complémentaire par répartition obligatoires (premier pilier). Lancé en 2019, le PER représentait à lui seul 126 milliards d’euros d’encours à la fin de 2024 (sur environ 300 milliards d’euros pour l’ensemble des régimes complémentaires et supplémentaires) pour presque 11,6 millions de titulaires. Des progrès certes encourageants, même si le volume du PER reste modeste (4,3 % du PIB national) comparé aux bassins d’épargne-retraite d’autres pays.

En Allemagne, la loi relative au renforcement de la retraite professionnelle (*Betriebsrentenstärkungsgesetz II*) vise à étendre le rôle des régimes professionnels. Le modèle des partenaires sociaux est ajusté pour faciliter l’accès à ce régime de retraite aux tiers non couverts par les accords collectifs. Le vivier de participants potentiels s’en trouvera nettement élargi. Dans ce modèle, les employeurs s’engagent uniquement sur le montant des cotisations sans répondre des montants des pensions, ce qui permet d’augmenter considérablement les allocations en actions.

En outre, l’Allemagne travaille à réformer certains aspects de son troisième pilier à travers la refonte du régime de pension fiscalement avantageux (plans *Riester*) et l’introduction d’un dispositif spécifique pour les mineurs (« pension de retraite anticipée / *Frühstart-Rente* »). Cette réforme législative des régimes fiscalement avantageux inclut notamment la création d’un compte d’épargne-retraite rentable et à gestion simplifiée, l’amélioration des rendements par la levée des exigences de garanties obligatoires pour les comptes d’épargne-retraite, l’introduction d’un produit standardisé qui oriente et sert de repère aux consommateurs, et des avantages fiscaux qui profitent surtout aux épargnants à faible et moyen revenus. Quant à la pension de retraite anticipée, elle devrait permettre aux enfants âgés de 6 à 18 ans de recevoir un montant mensuel de 10 euros sur un compte individuel. L’objectif est de présenter aux enfants et adolescents les possibilités offertes par les marchés de capitaux sur le long terme et d’encourager les systèmes d’épargne individuelle.

Si l'élargissement des régimes professionnels et individuels traduit une diversification de l'architecture européenne du financement des retraites, leurs proportions restent modestes par rapport à d'autres pays.

3.3.2. Bien qu'encourageants, ces efforts doivent être complétés par des mesures plus vigoureuses de consolidation des bassins d'épargne-retraite nationaux

Les États membres doivent intensifier les efforts pour accroître les deuxième et troisième piliers plus rapidement et à plus grande échelle, avec deux priorités :

1. Développer l'affiliation aux régimes de retraite professionnelle (deuxième pilier)

Si plusieurs États membres peuvent se féliciter de la création de régimes du deuxième pilier, la prochaine priorité devrait être de fortement augmenter le nombre de futurs retraités couverts et d'élargir les bases d'actifs investis dans le cadre de ces régimes.

Dans plusieurs États membres, la première étape en ce sens a été l'introduction de l'affiliation automatique. La France a par exemple mis en place le PER d'entreprise obligatoire (PERO), dont l'ambition reste cependant modeste, les encours du PER en France restant limités. En comparaison, ceux des plans 401(k) représentent 32 % du PIB des États-Unis⁹⁶.

En rendant obligatoires les cotisations du deuxième pilier ou en offrant des possibilités d'« opt-out », les États membres pourraient fortement accroître le volume d'actifs des régimes de retraite professionnelle. En Suède, où 90 % de la population active est couverte par de tels régimes⁹⁷, ces actifs représentent 370 milliards d'euros, soit 66 % du PIB national⁹⁸.

2. Renforcer le rôle des comptes d'épargne-retraite individuels (troisième pilier) à travers un traitement fiscal privilégié

Bien que la priorité doive être mise sur les comptes d'épargne spécialement dédiés à la retraite, d'autres produits d'épargne à long terme destinés aux particuliers, peuvent également être utilisés par les particuliers en vue de préparer leur retraite : c'est notamment le cas du PEA en France et de l'ISK en Suède.

Comme recommandé dans le rapport Noyer, un label visant spécialement ces produits a été créé pour distinguer les produits les plus intéressants pour le financement à long terme des entreprises européennes. Un groupe d'États membres volontaires œuvre aujourd'hui à la mise en place de ce label sous l'égide du « laboratoire de compétitivité » espagnol.

Les États membres ne proposant pas, à ce jour, de comptes d'épargne-retraite spécifiques individuels ou de long terme devraient élaborer de tels produits en se fondant sur les principes structurels clés formulés dans la charte du label. Les États membres ayant déjà

⁹⁶ Investment Company Institute – Quarterly Retirement Market Data – 2^e trimestre 2025 ([lien](#)).

⁹⁷ OCDE – The Swedish Equity Market: Institutional Framework and Trends – Avril 2025 ([lien](#)).

⁹⁸ *Ibid.*

mis en place de tels produits devraient s'appliquer à élargir leur adoption par les investisseurs de détail.

3.3.3. Plusieurs principes clés doivent être appliqués pour garantir le fléchage des produits d'épargne-retraite vers le financement de l'innovation en Europe

1. **Les régimes de retraite professionnels doivent être adaptés pour intégrer une dimension collective, notamment en créant des fonds de pension lorsque cela est possible.**

Comme décrit plus haut dans le présent chapitre, une gestion collective et pilotée de façon professionnelle dans le cadre de régimes de retraite professionnelle par capitalisation présente des avantages importants, tels que : a) une stratégie d'investissement plus risquée, offrant des rendements en moyenne plus élevés sur le long terme, b) une structure plus rentable, les coûts de gestion et des produits d'investissements concernés étant mutualisés et donc négociés dans de meilleures conditions, et enfin, c) une allocation plus significative dans le capital-investissement et le capital-risque en particulier.

Parmi les différentes formes que peuvent prendre les régimes de retraite professionnelle collectifs, les fonds de pension sont particulièrement adaptés au financement de l'innovation. Ils facilitent en effet l'accumulation d'actifs à grande échelle, la mise en place de stratégies d'investissement de long terme et le large déploiement du capital, en particulier vers le capital-risque.

Les formes spécifiques des fonds de pension varient selon les circonstances nationales. Ils peuvent être organisés à l'échelle des secteurs, des entreprises, ou encore à l'échelle nationale par défaut, comme c'est le cas du fonds AP7 en Suède, qui entre dans la catégorie des régimes par capitalisation du premier pilier.

Dans les cas où les fonds de pension paraîtraient moins adaptés à court terme, pour des motifs culturels ou socio-économiques, le développement d'autres formes d'investissements collectifs pourrait être envisagé. L'allocation par défaut des produits du deuxième et troisième piliers, à l'instar de la gestion pilotée du PER en France, constitue une autre solution pour offrir un caractère collectif à la gestion de l'épargne-retraite des ménages.

De plus, dans la mesure où l'investissement en capital-risque et capital-croissance requiert des compétences hautement spécialisées, en particulier pour respecter les obligations de *due diligence* et d'évaluation des risques, la taille des fonds est un facteur important à prendre en compte en matière d'allocation à cette classe d'actifs. Les fonds de pension de plus grande taille ont tendance à investir davantage dans des actifs alternatifs⁹⁹. Le plan du gouvernement britannique actuel visant à renforcer cet écosystème à l'aide de « mégafonds » (*megafunds*) témoigne de ces contraintes.

⁹⁹ OCDE – Report on Long Term Investing of Large Pension Funds and Public Pension Reserve Funds 2023 – Décembre 2023 ([lien](#)).

2. Les régimes professionnels et individuels doivent être fondés sur des « cotisations définies » plutôt que sur des « prestations définies », afin d’éviter les contraintes traditionnellement associées aux produits à capital garanti

Les produits garantis limitent fortement la capacité des investisseurs institutionnels à déployer le capital dans des investissements à risque (malgré les rendements qui en découlent) et en particulier dans des actions, que ce soit dans le capital-risque ou à travers les marchés cotés.

Les produits à cotisations définies, en revanche, sont plus souvent significativement orientés vers le financement de l’innovation, comme l’illustre l’exemple suédois. De plus en plus de pays dotés de systèmes par capitalisation matures évoluent par conséquent vers des régimes à cotisations définies ; les Pays-Bas, par exemple, ont adopté le *Future Pensions Act* (« loi des retraites futures »). En Allemagne, le modèle de régime professionnel reposant sur les partenaires sociaux est déjà à cotisations définies, et une revue du dispositif des plans Riester (une épargne-retraite individuelle fiscalement avantageuse) est en cours pour les rendre plus simples, souples et rentables, par exemple en supprimant les garanties obligatoires.

S’il faut éviter l’instauration de garanties complètes durant la majorité de la période d’investissement, le portefeuille peut être graduellement désensibilisé dans certains cas pour protéger les futures retraites contre une baisse soudaine des marchés. Cette approche se traduit en France à travers le PER, dont la gestion pilotée ajuste automatiquement la proportion des différents types d’actifs, en basculant vers des actifs moins risqués et plus sûrs (mais moins rémunérateurs) à mesure que l’épargnant approche de la retraite.

3. Les véhicules d’investissement collectifs doivent être dotés de marges de manœuvre suffisantes pour investir dans des actifs risqués

L’abondance des produits d’épargne-retraite ne suffit pas en soi à garantir un financement significatif du capital-risque et du capital-croissance.

Les données publiques suggèrent que les investissements en capital-risque aux États-Unis représentent entre 1 et 3 % des actifs totaux des fonds de pension¹⁰⁰. Cependant, cette part est en moyenne de moins de 0,02 % pour les actifs des fonds de pension professionnels européens, qui représentent 2 700 milliards d’euros¹⁰¹. Ces derniers s’appuient en fait principalement sur des actions et obligations cotées, en limitant généralement l’investissement dans les actifs alternatifs¹⁰².

¹⁰⁰ Dealroom – From Savings to sovereignty: Innovation and Long-term Economic Growth in Europe – Septembre 2025 ([lien](#)).

¹⁰¹ Institut européen des marchés de capitaux – Closing the gaping hole in the capital market for EU start-ups – the role of pension funds – Août 2024 ([lien](#)).

¹⁰² AEAPP – IORPS in Focus Report – Février 2025 ([lien](#)).

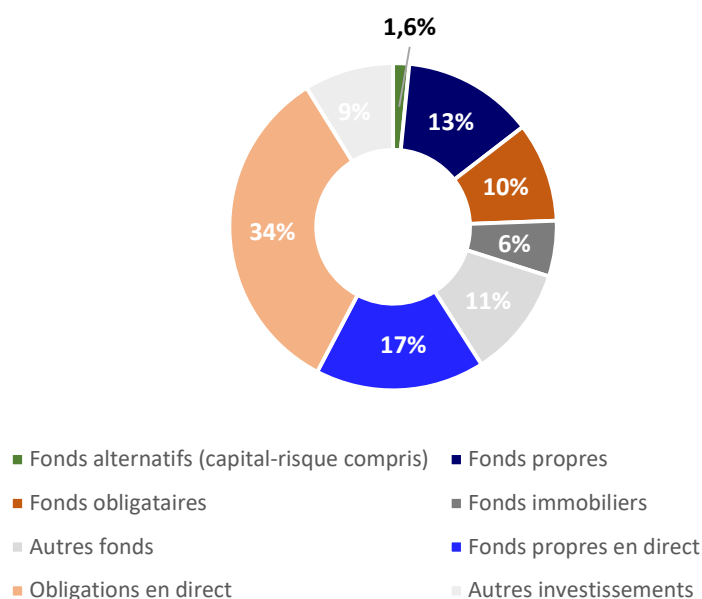


Figure 3.9 : Gestion des actifs des IORP européens¹⁰³

D'autres facteurs, notamment culturels, peuvent brider les investissements des fonds de pension en capital-risque. Néanmoins, le cadre réglementaire doit nécessairement aussi soutenir les placements illiquides et de long terme. Des restrictions excessives risqueraient de décourager les fonds de pension d'investir dans l'innovation. Au contraire, des orientations claires en matière de réglementation peuvent indiquer aux fonds de pension le taux raisonnable d'investissements en capital-risque à inclure dans leur portefeuille de long terme, et ainsi jouer un rôle clé pour débloquer des investissements plus significatifs. C'est ce qu'a clairement montré la modification en 1979 du principe de prudence (« *prudent person rule* ») pour les fonds de pension aux États-Unis.

Si l'UE est dotée de la directive IORP instaurant des normes prudentielles pour les institutions de retraite, les autorités nationales ont toujours la faculté d'imposer des restrictions sur les portefeuilles de certains fonds. L'enquête nationale de l'OCDE sur les réglementations en matière d'investissement des institutions de retraite¹⁰⁴ montre que dans plusieurs États membres, les réglementations nationales continuent de restreindre les investissements en fonds propres et en actifs alternatifs. Par exemple, certaines législations nationales exigent que les investissements restent rachetables à tout moment, empêchant directement les fonds de pension d'investir dans des actifs alternatifs.

Dans le cadre de la révision actuelle de la directive IORP II, il pourrait être bénéfique d'affirmer explicitement à l'échelle européenne que les restrictions nationales de certains investissements ne doivent pas dépasser un certain niveau. Aux Pays-Bas, où le secteur des IORP est le plus développé d'Europe, la législation n'impose pas de plafond sur les

¹⁰³ AEAPP – IORPS in Focus Report – Février 2025 ([lien](#)).

¹⁰⁴ OCDE - National OECD survey on investment regulation of pension providers – 2025 ([lien](#)).

investissements en capital-risque ou en capital-croissance, mais prévoit des normes qualitatives.

3.3.4. La transition vers un système hybride nécessitera des cotisations supplémentaires et doit être gérée selon les contextes nationaux

Les discussions autour de la transition vers un système de retraite hybride par capitalisation partielle ont soulevé plusieurs problèmes importants, notamment celui de son financement. En effet, instaurer de nouvelles cotisations obligatoires vers des fonds, potentiellement en rendant obligatoires les régimes de deuxième pilier, n'élimine pas le besoin de financement des régimes par répartition préexistants pour les retraités actuels.

En Suède, les actifs de réserve ont partiellement contribué au financement de la transition vers un système hybride à cotisations définies. Le problème a ainsi été atténué et une solution relativement consensuelle a pu être adoptée.

Les États membres dépourvus de tels bassins de réserves d'actifs disposent de trois moyens pour financer la période de transition : solliciter des ressources budgétaires publiques, s'appuyer sur des cotisations supplémentaires de la part des salariés ou des employeurs, et ajuster les niveaux de pension des retraités actuels.

De nombreux États membres font toutefois face à un endettement public significatif et accordent la priorité à l'assainissement budgétaire, ce qui laisse peu de marge dans leur budget pour financer la double cotisation. En outre, la forte inflation durant la pandémie de Covid-19 et la crise énergétique ont pesé sur les budgets des ménages, rendant difficilement soutenable une augmentation des cotisations pour la population active actuelle. Enfin, la concurrence croissante des pays émergents ne permet guère d'accroître significativement les cotisations salariales.

Compte tenu de ces différentes contraintes, qui touchent inégalement les États membres, les réponses nationales doivent être adaptées aux contextes spécifiques, mais seront le plus souvent une combinaison des mesures précitées. Un facteur clé pour une transition en douceur sera la capacité des États membres à anticiper autant que possible la mise en place de ces réformes, afin de permettre une transition longue et progressive durant laquelle les retraites du premier pilier laisseront graduellement place aux régimes des deuxième et troisième piliers.

3.3.5. Les efforts pour augmenter l'épargne-retraite peuvent être accompagnés de mesures pour sensibiliser les jeunes citoyens à la participation aux marchés de capitaux

En plus d'élargir la portée des systèmes de retraite aux piliers par capitalisation, certains pays ont également facilité le développement de capitaux à long terme, en particulier pour les jeunes citoyens.

Cela va souvent de pair avec un renforcement sur le long terme de l'éducation financière et un approfondissement de la culture de l'investissement.

Favoriser l'accès des jeunes citoyens aux marchés de capitaux

Dans plusieurs pays tels qu'Israël, le Royaume-Uni, le Canada et les États-Unis, l'accumulation de richesses sur le long terme est encouragée au moyen des *Child Development Accounts* (CDA) ou « comptes de développement pour les enfants ». Il s'agit généralement de comptes d'épargne ou de placement subventionnés par l'État ou fiscalement avantageux. Leur structure varie selon leurs conditions d'éligibilité, l'utilisation prévue des actifs épargnés, leur régime fiscal, le montant de la subvention et les produits financiers utilisés.

En Israël, le programme « ***Savings for Every Child*** » (« Une épargne pour chaque enfant ») mis en place en 2017 vise à supprimer durablement les restrictions institutionnelles à l'épargne, promouvoir l'accumulation des richesses et favoriser les comportements d'investissement de long terme. Ce programme dote les enfants éligibles aux allocations d'un plan d'épargne personnel, sur lequel le gouvernement verse 57 ILS (environ 15 euros) par mois de la naissance jusqu'au 18^e anniversaire. Ce paiement peut être complété par un montant de même valeur, déduit des allocations familiales. Les parents peuvent choisir parmi une variété d'options de placement, avec différents niveaux de risque et de rendement. Les coûts administratifs sont pris en charge par l'État jusqu'au 21^e anniversaire de l'enfant. En l'absence de décision des parents, l'argent est placé dans un fonds d'investissement « à faible risque ». À 18 ans, les enfants peuvent retirer le montant épargné avec le consentement des parents, et à partir de 21 ans, ce consentement n'est plus nécessaire¹⁰⁵.

L'Allemagne développe une initiative similaire : l'accord de coalition du gouvernement propose la création d'une « pension de retraite anticipée » (***Frühstart-Rente***) pour les enfants et les jeunes adultes. L'accord prévoit que pour chaque jeune entre 6 et 18 ans, le gouvernement verse dix euros par mois sur un compte d'épargne-retraite. Il serait ensuite possible de continuer à épargner jusqu'à la retraite avec des cotisations privées. Les rendements de la pension anticipée seront exonérés d'impôts jusqu'à la retraite et le versement commencera à l'âge légal de la retraite. L'objectif global est de renforcer

¹⁰⁵ Conseil allemand des experts économiques – Policy Brief 2/2024– Juillet 2024 ([lien](#)).

l'éducation financière des jeunes adultes et de leur fournir un capital initial pour mettre en place leur propre plan d'épargne-retraite.

Une approche semblable pourrait être adoptée en Europe. Un **plan d'investissement et d'épargne pour les jeunes Européens** de moins de 18 ans dans les États membres participants permettrait à de nombreux jeunes Européens de s'impliquer dans les marchés de capitaux. L'affiliation automatique au plan garantirait l'égalité d'accès, peu importe l'origine socio-économique. Les petits montants versés mensuellement seraient placés dans un produit standard, par exemple à travers un fonds de pension géré par l'État.

Le programme fournirait aux jeunes Européens une première expérience de l'investissement et leur dispenserait une éducation financière par la pratique. Cette expérience positive permettrait aux citoyens européens de prendre de bonnes décisions financières au cours de leur vie. Le programme offrirait également un bénéfice clair et tangible, et fournirait aux jeunes de 18 ans un capital pour entrer dans la vie adulte, investir dans leur éducation et construire le fondement de leur épargne-retraite.

Un tel programme nécessiterait un financement important qui doit venir de l'État. Le montant exact dépendra des conditions du programme et devra être déterminé en conséquence.

4. Une plus grande proportion des *pools* de capitaux institutionnels et de détail devrait être mobilisée pour financer l'innovation

4.1. Compte tenu du temps long qu'exige la mise en œuvre de possibles réformes des retraites, débloquer les bassins existants de capitaux institutionnels, notamment ceux des assureurs, est un élément essentiel à court terme

Si l'Europe ne dispose pas encore d'importants bassins d'épargne-retraite investie par l'intermédiaire de fonds de pension ou d'autres véhicules d'épargne-retraite collectifs, le continent bénéficie néanmoins d'importantes bassins de capitaux détenus par ses assureurs et réassureurs. Les entreprises d'assurance de l'UE gèrent 9 000 milliards d'euros d'actifs¹⁰⁶ (environ 55 % du PIB de l'UE), ce qui est comparable à la valeur des actifs du secteur aux États-Unis (9 000 milliards de dollars, soit environ 30 % du PIB américain)¹⁰⁷. Ces bassins profonds d'actifs des assureurs contribuent donc, du moins en partie, à compenser la rareté relative des actifs d'épargne-retraite dans l'UE (environ 20 % à 30 % du PIB de l'UE¹⁰⁸ contre plus de 150 % aux États-Unis)¹⁰⁹.

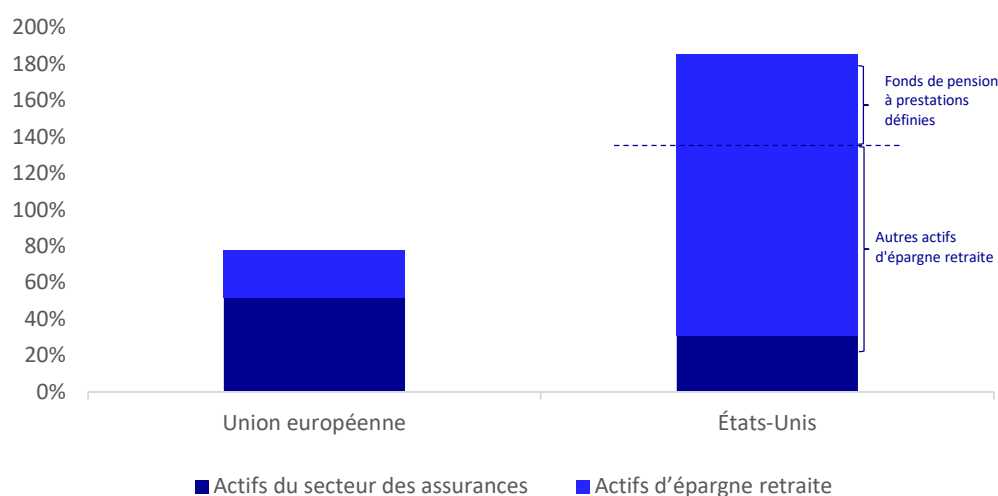


Figure 4.1 : Actifs d'épargne-retraite et actifs du secteur des assurances
(en pourcentage du PIB, 2024)¹¹⁰

¹⁰⁶ Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) – Asset exposures – 4^e trimestre 2024 ([lien](#)).

¹⁰⁷ National Association of Insurance Commissioners (NAIC) – Capital Markets Special Report – 4^e trimestre 2024, données 2023/2024 ([lien](#)).

¹⁰⁸ OCDE – Assets earmarked for retirement – 4^e trimestre 2024 ([lien](#)).

¹⁰⁹ Investment Company Institute (ICI) – Release: Quarterly Retirement Market Data – 3^e trimestre 2025 ([lien](#)).

¹¹⁰ Les calculs des auteurs sont fondés sur les données d'Eurostat, de l'AEAPP, de l'OCDE, du BEA, de la NAIC et de l'ICI.

Toutefois, en dépit de leur relative abondance, les actifs des assureurs européens sont significativement sous-exposés au capital-risque, aux investissements de croissance et de manière générale à l'investissement en actions. Théoriquement, l'horizon d'investissement à long terme des assureurs devrait pourtant permettre un fléchage vers le capital-risque et le capital-croissance ; dans la pratique, leurs portefeuilles sont orientés vers des actifs peu risqués, pour des raisons de gestion du passif et du fait de la préférence marquée des assurés européens pour des produits garantis.

Actuellement, les participations financières directes¹¹¹ des assureurs de l'UE, hors contrats en unités de compte et participations dans des entreprises liées¹¹², représentent en moyenne environ 2,4 % de leur bilan, essentiellement sous la forme d'actions cotées.

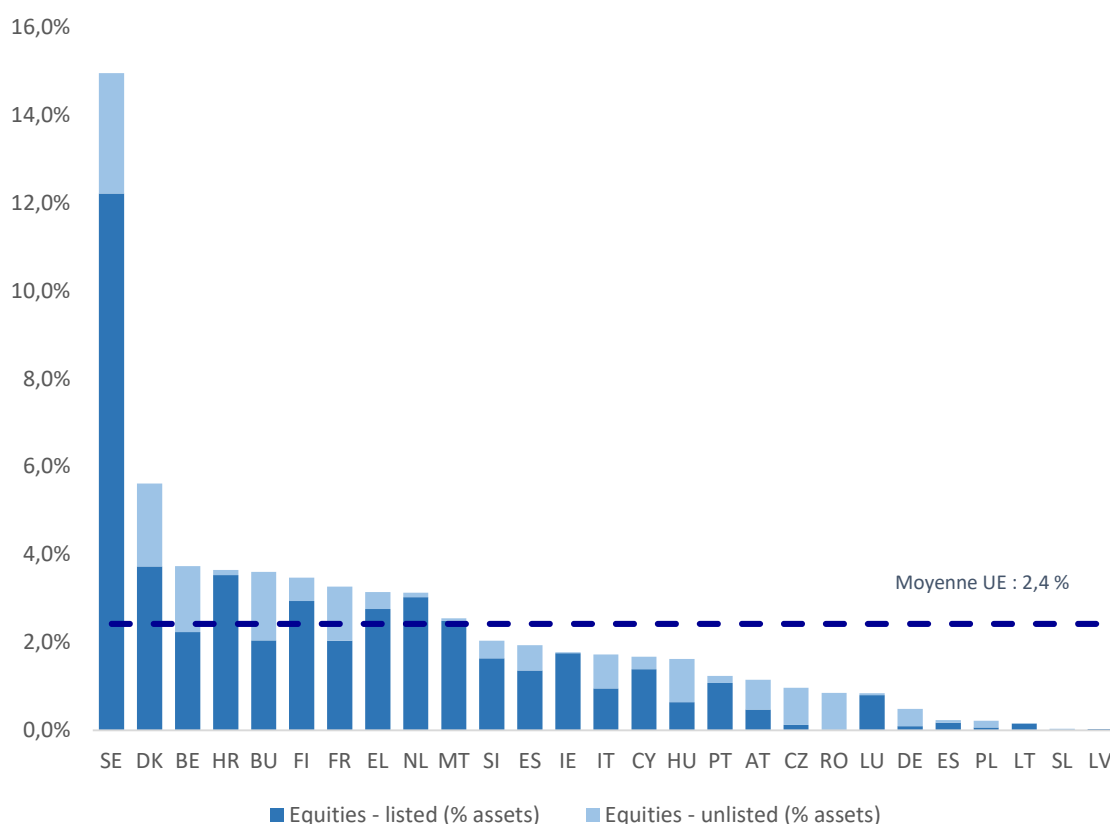


Figure 4.2 : Participations financières directes des assureurs, hors contrats en unités de compte et participations dans des entreprises liées, par pays (en pourcentage de l'actif total, fin 2024)¹¹³

Les participations financières indirectes (dans des fonds actions ou des fonds de capital-investissement) représentent environ 4,4 % des engagements financiers des assureurs hors contrats en unités de compte.

¹¹¹ Hors participations par l'intermédiaire de fonds actions.

¹¹² D'après les données de bilan de l'AEAPP ([lien](#)), ces participations représentaient environ 11 % du total des actifs au 4^e trimestre 2024.

¹¹³ D'après les données de bilan de l'AEAPP ([lien](#)) et calculs des auteurs.

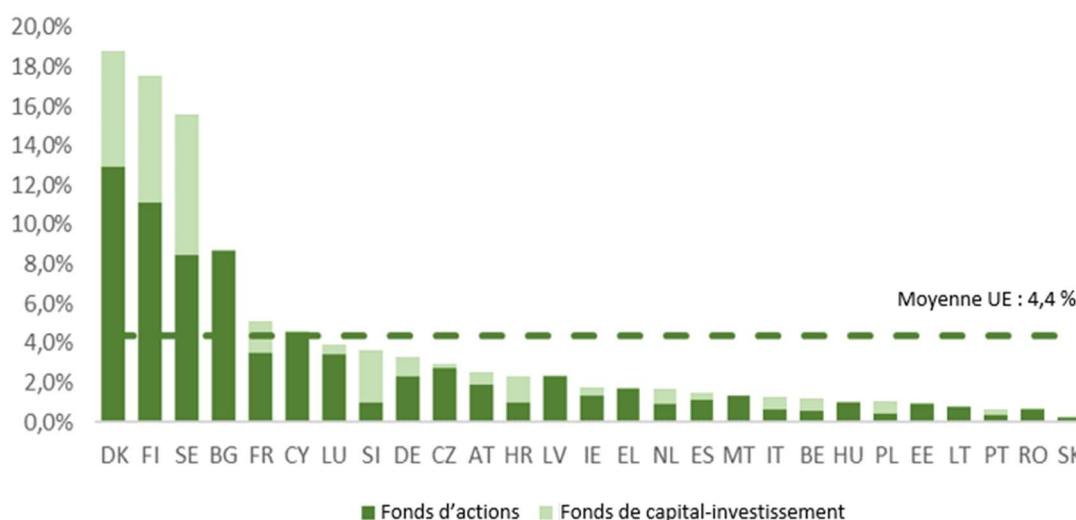


Figure 4.3 : Participations financières des assureurs par l'intermédiaire de fonds, hors contrats en unités de compte, par pays (en pourcentage des engagements financiers, 2^e trimestre 2025)¹¹⁴

Dans cette sous-catégorie, les engagements des assureurs européens dans le capital-risque, s'ils ne sont pas indiqués séparément, sont estimés à moins de 0,5 % du total de leurs engagements financiers, avec des variations selon les pays. En comparaison, les fonds de pension publics américains fléchent environ 1 % à 3 % du total de leurs actifs vers le capital-risque¹¹⁵.

Compte tenu de la masse des actifs des assureurs, même une faible augmentation de la proportion des actifs fléchés vers le capital-risque entraînerait une hausse significative des investissements. Ainsi, une augmentation de seulement 0,1 % des actifs investis dans le capital-risque permettrait de flécher 10 milliards d'euros supplémentaires vers l'écosystème du capital-risque.

Plusieurs facteurs expliquent l'allocation prudente du portefeuille des assureurs :

En premier lieu, le profil des actifs des assureurs reflète la structure de leurs passifs. Si les assureurs-vie opèrent généralement dans un horizon de long terme, la préférence marquée des épargnants européens pour les produits garantis génère une concentration disproportionnée des investissements dans des actifs peu risqués.

Dans ce contexte, le développement des contrats en unités de compte peut, globalement, être vu comme une évolution positive pour la poche actions des portefeuilles puisque, dans ces contrats, ce sont les souscripteurs et non les assureurs qui supportent le risque de marché. Les souscripteurs qui investissent dans des actifs en unités de compte placent environ 45 % de leurs portefeuilles dans des actions, contre seulement 7 % à 8 % dans des placements dans les fonds euros¹¹⁶.

¹¹⁴ D'après les données de bilan de l'AEAPP ([lien](#)) et calculs des auteurs.

¹¹⁵ Dealroom – From Savings to Sovereignty: Innovation and Long-Term Economic Growth in Europe – Septembre 2025 ([lien](#)). Les données d'investissement des assureurs américains dans le capital-risque ne sont pas indiquées mais les chiffres sont très faibles.

¹¹⁶ AEAPP – Asset exposures – 2^e trimestre 2025 ([lien](#)).

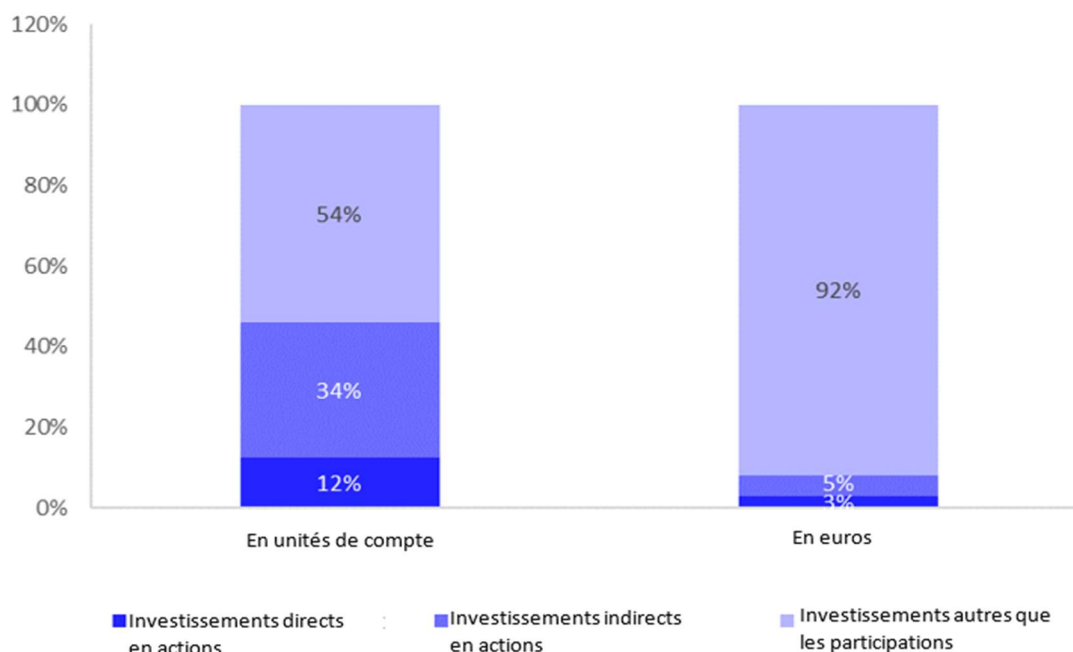


Figure 4.4 : Participations financières dans les unités de compte et les fonds euros, hors participations dans des entreprises liées (en pourcentage du total des actifs, 2^e trimestre 2025)¹¹⁷

Toutefois, dans la mesure où les choix d'investissement en unités de compte sont effectués par les assurés eux-mêmes, et sont donc soumis aux règles en matière d'adéquation (*suitability*) applicables aux investisseurs de détail, il est peu probable que le développement des unités de compte permette une augmentation significative des placements dans des produits en actions plus risqués, tels que le capital-risque ou le capital-croissance. Environ 98 % des investissements en actions des portefeuilles en unités de compte concernent des actions cotées¹¹⁸, ce qui soulève la question d'un potentiel obstacle à une augmentation des allocations dans le capital-risque liées aux règles en matière de distribution applicables aux investisseurs de détail. Développer ces produits par le biais de fonds de fonds de capital-risque, rentables et diversifiés, établis par des acteurs publics ou privés, pourrait contribuer à la nécessaire atténuation des risques et à une augmentation des placements dans le capital-risque (voir section 4.4.).

Deuxièmement, le cadre prudentiel applicable aux entreprises d'assurance de l'UE, issu de la directive « Solvabilité II » est jugé trop conservateur en matière d'investissement en actions ; sa récente révision devrait inciter les assureurs et réassureurs à investir davantage dans cette classe d'actifs. Le traitement prudentiel européen exige des assureurs qu'ils détiennent un capital suffisant pour faire face à la perte maximale que l'assureur pourrait subir avec un niveau de confiance de 99,5 % sur un horizon d'un an. S'agissant des investissements en actions, les assureurs doivent détenir dans leurs fonds propres le capital leur permettant d'absorber les pertes découlant d'une chute brutale de la valeur des actions¹¹⁹. Le calibrage précis du « choc actions » dépend de facteurs tels que

¹¹⁷ D'après les données de bilan de l'AEAPP ([lien](#)) et calculs propres.

¹¹⁸ Parlement européen – Solvency II: Prudential treatment of equity exposures – Septembre 2022 ([lien](#)).

¹¹⁹ Avant d'appliquer des facteurs de corrélation avec d'autres risques inhérents à l'activité des assureurs et réassureurs, qui réduisent le niveau global du capital requis.

l'emplacement géographique du placement, le niveau de contrôle de l'assureur sur la société en portefeuille et la durée de détention envisagée.

Si le cadre en matière d'exigences de fonds propres veille à juste titre à ce que les assureurs détiennent davantage de capital pour couvrir les actifs plus risqués, il tend aussi à biaiser les couples rendements-risques, en orientant les décisions d'investissement vers des produits moins risqués. Dans le même temps, ce cadre tend à négliger les effets significativement positifs de la diversification que permet la détention de portefeuilles variés : si, statistiquement, la plupart des *start-ups* échouent (avec des rendements élevés pour seulement un petit nombre d'investissements réussis), une diversification suffisante d'un portefeuille de placements (par exemple dans de multiples fonds de capital-risque ou dans des fonds de fonds) peut réduire de manière substantielle le risque, la combinaison de différents millésimes constituant un facteur supplémentaire d'atténuation du risque. Les données fournies par le FEI montrent que la proportion de fonds de capital-risque valorisés à moins de 100 % du capital versé par les investisseurs (c'est-à-dire avec un TVPI - « *total value paid in* » ou « montant total versé » - < 1) est généralement inférieure à 25 %¹²⁰, ce qui signifie que 75 % de l'ensemble des fonds de capital-risque génèrent un rendement au moins égal au montant du capital versé par les investisseurs, et que la plupart de ces fonds génèrent des bénéfices.

Les portefeuilles des assureurs continuent ainsi de privilégier les produits de taux, en particulier les obligations d'État et les obligations d'entreprises *investment grade*, qui entraînent de faibles exigences en capital dans le cadre prudentiel. On observe également un intérêt grandissant pour les actifs de dette privée (*private credit*) et le financement de projets d'infrastructure (*infrastructure debt*) à long terme, qui permettent d'obtenir des rendements plus élevés, tout en restant dans des limites réglementaires acceptables. Parallèlement, certains assureurs ont augmenté leurs placements dans les actifs immobiliers et les actifs alternatifs, assurant des flux de trésorerie stables pour diversifier leurs sources de rendements.

Conscients de ces effets indésirables, les colégislateurs européens ont décidé, dans le cadre de la récente révision de la directive « Solvabilité II » de recalibrer le traitement prudentiel des investissements en actions, s'agissant notamment de sa prise en compte insuffisante du caractère, par essence, à long terme des investissements des assureurs. La révision de la directive « Solvabilité II » adoptée en 2024 a tenté de proposer un traitement plus nuancé des investissements en actions à long terme (LTEI), qui tienne compte du fait que cette catégorie était rarement utilisée, ce qui signifie que les assureurs n'étaient pas suffisamment incités à investir en actions, du moins d'un point de vue prudentiel¹²¹.

¹²⁰ D'après les données trackVC.eu ([lien](#)).

¹²¹ Ce qui peut aussi s'expliquer en partie par les conditions strictes pour bénéficier du dispositif LTEI, mais aussi par le fait qu'une grande proportion des investissements en actions bénéficie déjà de chocs réduits : i) 30 % pour les investissements en actions dans des projets d'infrastructure, ii) 22 % pour les investissements en actions dans des participations dites « stratégiques ».

L'extension de l'éligibilité des actions au régime LTEI (incluant désormais les actions pour lesquelles les assureurs peuvent démontrer qu'ils pourront les conserver pendant au moins cinq ans) devrait permettre à ces derniers d'accéder plus facilement au « choc actions », plus avantageux, de 22 % (au lieu de 39 % pour les actions cotées sur la plupart des marchés réglementés ou 49 % pour les autres types d'actions), et donc favoriser une allocation plus importante des portefeuilles vers des actifs à long terme, notamment de capital-risque et de capital-croissance, sans entraîner une augmentation globale des exigences de capital. Ce mécanisme révisé entrera en vigueur le 30 janvier 2027¹²².

La directive révisée devrait alléger le coût en capital des actifs illiquides et abaisser les seuils de rendement cible des assureurs en formule standard pour ces classes d'actifs, ce qui représente une incitation réglementaire claire à engager du capital dans des fonds de capital-investissement à long terme, et plus globalement dans des actifs alternatifs. Pour les utilisateurs qui ont recours aux modèles internes (généralement les grands assureurs), l'impact devrait être indirect : même s'ils disposaient déjà d'une plus grande liberté pour calibrer leurs modèles de risque pour l'investissement en actions de manière à refléter leur horizon d'investissement à long terme réel, ils doivent en principe prouver que leur modèle est conforme au cadre fixé par la Directive Solvabilité II. De plus, la possibilité, s'agissant des fonds d'investissement alternatifs fermés sans effet de levier, d'évaluer la conformité aux conditions régissant les investissements LTEI au niveau du fonds, plutôt que par transparence, devrait bénéficier plus spécifiquement aux fonds de capital-risque. On estime que la révision de la directive « Solvabilité II » pourrait permettre aux assureurs d'investir environ 100 milliards d'euros supplémentaires dans l'économie, soit 0,6 % du PIB de l'UE¹²³.

Toutefois, l'impact global de la révision reste incertain. En dépit de ces changements bienvenus, les personnes auditionnées estiment pour la plupart que la révision du régime LTEI ne peut être considérée comme une étape décisive comparable à la réinterprétation américaine, en 1979, du principe de prudence (« prudent person rule »), qui a accordé un assouplissement législatif favorisant les investissements des fonds de pension dans le capital-risque. Le recalibrage introduit par la révision du régime LTEI élimine les principales frictions prudentielles, mais ne va pas jusqu'à affirmer que l'investissement en actions, lorsqu'il est à long terme et diversifié, peut être parfaitement cohérent avec une stratégie d'investissement prudente.

Les assureurs sont aujourd'hui les mieux placés pour fournir le capital patient dont les entreprises innovantes ont besoin pour se développer. Pour les aider à jouer ce rôle, il est impératif que :

¹²² Les spécifications techniques sont fixées dans le règlement délégué (UE) 2015/35 de la Commission dans sa version consolidée.

¹²³ Parlement européen – Communiqué de presse : Legislators strike deals on updating the EU's rules regulating the insurance sector – Décembre 2023 ([lien](#)).

- le régime révisé LTEI soit davantage utilisé par les assureurs et réassureurs et que l'efficacité de cette révision fasse l'objet d'un suivi étroit ;
- les assureurs et réassureurs s'engagent activement à modifier leur politique d'investissement et augmentent la part de leurs investissements dans le capital-risque (voir section 4.2).

4.2. Afin de continuer à promouvoir l'allocation des investisseurs institutionnels européens dans le capital-risque, des initiatives comme Tibi et WIN doivent être déployées dans tous les États membres de l'UE

4.2.1. Ces initiatives nationales ont démontré leur efficacité dans l'orientation du financement des investisseurs institutionnels vers les *scale-ups* innovantes

L'allocation des investisseurs institutionnels vers les investissements de capital-risque peut encore croître de manière substantielle. En dépit de règles européennes harmonisées, la part de l'allocation totale des portefeuilles des assureurs vers les actions, hors unités de compte, varie entre 9 % de leurs engagements financiers en Espagne et 43 % en Suède¹²⁴. Malgré l'absence de données spécifiques sur les investissements en capital-risque, on peut supposer que les variations entre pays en la matière sont similaires.

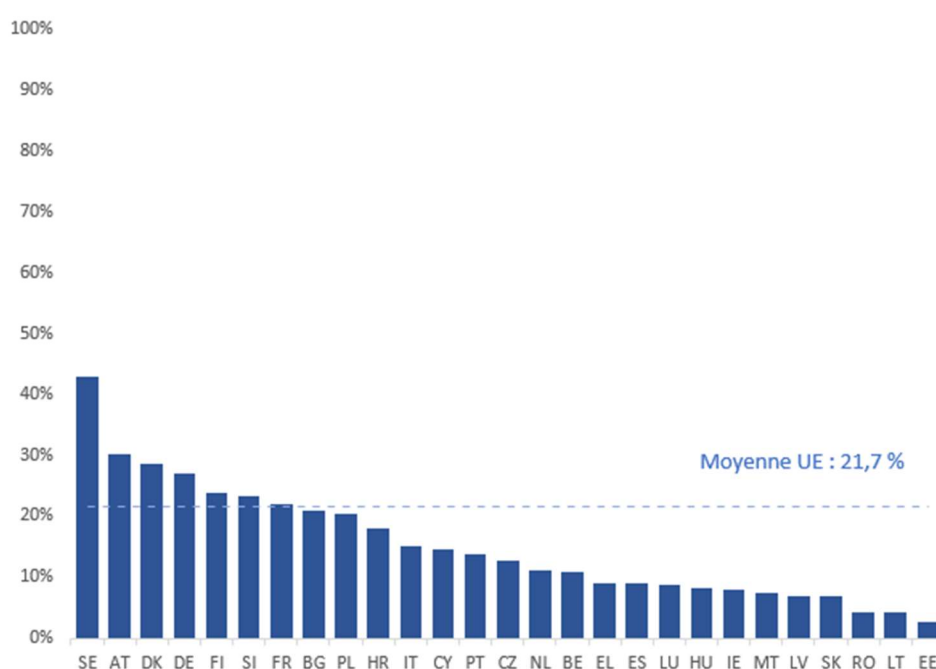


Figure 4.5 : Total des investissements en actions (participations directes, fonds actions et fonds de capital-investissement) des assureurs, hors unités de compte, par pays (en pourcentage des engagements financiers, 2^e trimestre 2025)¹²⁵

¹²⁴ Ces chiffres incluent les investissements dans des entreprises liées.

¹²⁵ D'après les données de bilan de l'AEAPP ([lien](#)) et calculs propres.

La structure du passif, les préférences en matière de produits des assurés et les exigences prudentielles n'expliquent pas, à elles seules, l'exposition limitée des investisseurs institutionnels au capital-risque. En plus des facteurs déjà mentionnés, tels que la part des contrats en unités de compte et les différents niveaux de soutien et d'avantages fiscaux applicables aux produits garantis, la participation limitée des LPs¹²⁶ dans le capital-risque et le capital-croissance reflète aussi une aversion pour le risque, un couple rendement-risque perçu comme défavorable et une connaissance insuffisante de cette classe d'actifs¹²⁷.

Le rapport Tibi avait également souligné que les équipes de gestion des investisseurs institutionnels français manquaient souvent de l'expertise nécessaire à l'évaluation et à la gestion des actifs technologiques et de capital-risque. Ce rapport décrit un cercle vicieux : en l'absence d'équipes dédiées, les investisseurs peinent à élaborer le *track record* nécessaire à l'allocation d'importants volumes dans le capital-risque et le capital-croissance, ce qui fait obstacle à l'émergence de grands fonds nationaux *late stage* spécialisés¹²⁸.

Cela tend à montrer que les investisseurs ne disposent pas d'incitations internes suffisantes pour accroître leur allocation en capital-risque. Traditionnellement, les mesures fiscales permettent d'inciter certains comportements, à savoir, en l'espèce, une allocation plus importante vers le capital-risque, et la création des conditions internes suffisantes pour que les investisseurs se tournent vers ce segment. Des déductions fiscales pour les investissements en capital-risque, au titre de l'investissement dans la recherche, l'innovation et le développement, pourraient être utiles à cet égard. Toutefois, mettre en œuvre des incitations de cette nature apparaît complexe actuellement, compte tenu des contraintes budgétaires.

Le principe de l'initiative française Tibi lancée en 2020 consiste à demander aux grands investisseurs institutionnels français de s'engager à orienter des capitaux vers les fonds de capital-risque et de capital-croissance qui soutiennent les entreprises technologiques à forte croissance. Ces investisseurs indiquent, en amont, le niveau d'investissement qu'ils entendent déployer par le biais de fonds homologués dans le cadre de l'initiative Tibi. Cet engagement est soutenu par une procédure d'homologation des fonds de capital-risque et de capital-croissance.

Un comité de sélection examine les gestionnaires de fonds et confirme qu'ils satisfont à un ensemble de critères d'éligibilité clairement définis, y compris la taille minimum du fonds, l'allocation de capital vers des sociétés innovantes, des critères professionnels de gouvernance, et la capacité à mobiliser les investisseurs institutionnels. Ce comité de

¹²⁶ Le *Limited Partner* (LP) est un investisseur, généralement institutionnel, qui apporte du capital à un fonds d'investissement et délègue les décisions de placement et la gestion opérationnelle au gestionnaire (*General Partner*, GP). La responsabilité de l'investisseur est limitée à son apport en capital.

¹²⁷ Commission européenne – Study of barriers to, and drivers of, the scaling-up of funds investing in innovative and growth companies – Septembre 2025 ([lien](#)).

¹²⁸ Philippe Tibi – Financer la quatrième révolution industrielle – Juillet 2019 ([lien](#)).

sélection est composé de représentants des 37 investisseurs institutionnels de l'initiative Tibi.

Depuis son lancement, l'initiative Tibi a permis de mobiliser 12,9 milliards d'euros en engagements d'investissement¹²⁹. Tandis que sa première phase (2020–2022) a permis d'orienter 6,4 milliards d'euros vers des fonds de capital-risque *late stage* et des fonds technologiques mondiaux cotés, sa seconde phase vise à flécher 7 milliards d'euros vers des technologies *early-stage* et disruptives, telles que l'intelligence artificielle, la *deeptech* et la défense. Les personnes auditionnées ont unanimement salué la capacité de l'initiative à agglomérer 37 LPs¹³⁰, ayant pris des engagements d'investissement dans près de 150 fonds labellisés, dans une classe d'actifs qui, d'ordinaire, n'entre pas dans leurs allocations. L'initiative est ainsi parvenue à faire évoluer la perception du capital-risque par les investisseurs institutionnels, en leur démontrant que c'est au contraire l'absence d'allocation dans cette classe d'actifs qui n'est, du point de vue des obligations fiduciaires et de la diversification, pas cohérente avec une stratégie prudente d'investissement à long terme.

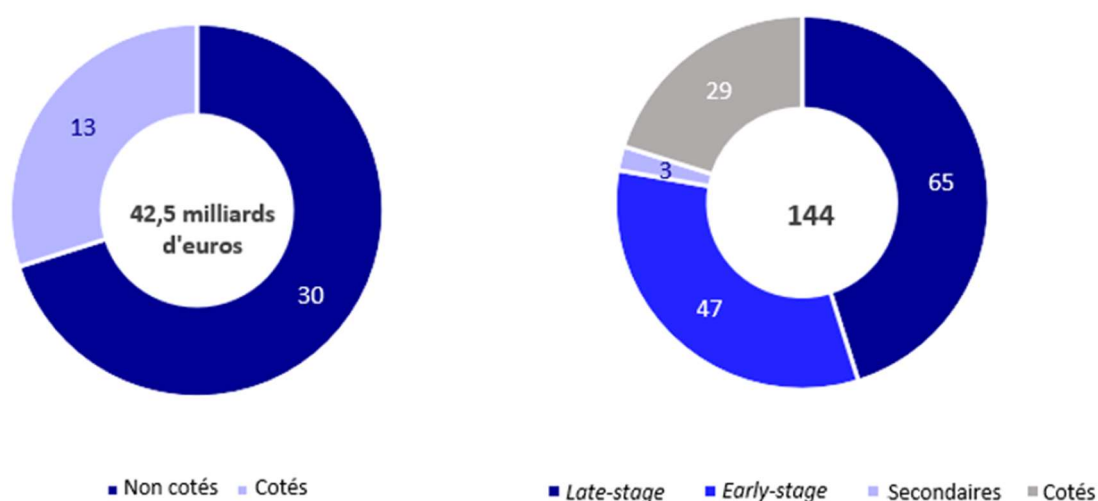


Figure 4.6 : Volume et nombre de fonds labellisés Tibi entre 2019 et 2025¹³¹

L'initiative Tibi a contribué à mobiliser, en France, un volume très significatif de capitaux au bénéfice des fonds technologiques, et a modifié la structure de l'investissement français dans le segment du capital-croissance, au bénéfice des entreprises technologiques. Le volume du capital-investissement français alloué aux entreprises technologiques a ainsi très largement progressé, avec un montant annuel moyen de 5,2 milliards d'euros sur la

¹²⁹ Inspection Générale des Finances – Évaluation de l'initiative Tibi – Octobre 2025 ([lien](#)).

¹³⁰ 23 assureurs, 6 entreprises, 2 fonds de pension, 2 *family offices*, 2 fonds de fonds, la Caisse des Dépôts et Consignations et France 2030.

¹³¹ Inspection générale des finances – Évaluation de l'initiative Tibi – Octobre 2025 ([lien](#)).

période 2019-2024, contre seulement 1,6 milliard d’euros par an, au cours de la période 2011–2018¹³².

Près de la moitié des investissements des fonds français de capital-risque et de capital-investissement concernent des fonds labellisés Tibi.

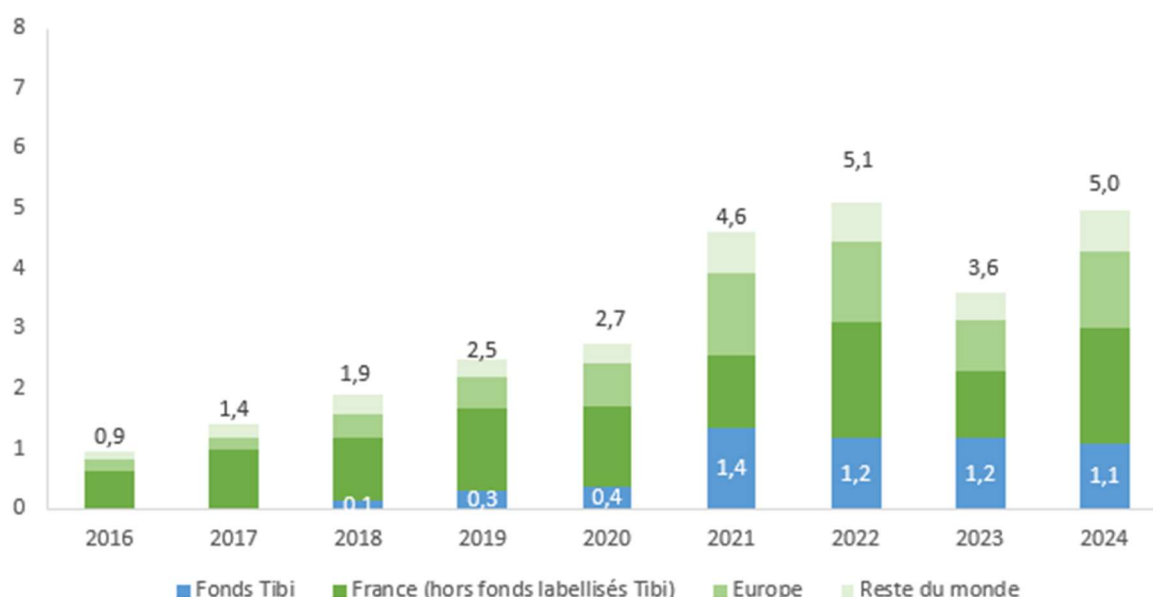


Figure 4.7 : Montants investis par des fonds de capital-risque et de capital-croissance dans des entreprises technologiques françaises (en milliards d’euros)¹³³

Lancée en septembre 2024, l’initiative allemande WIN¹³⁴ est une alliance regroupant entreprises, associations, gouvernement fédéral et la *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (KfW), et ayant pour mission de promouvoir les *start-ups*, l’innovation et le capital-risque en Allemagne. L’initiative consiste en un large champ de mesures élaborées par les participants, qui visent à améliorer les conditions d’investissement dans le capital-croissance et le capital-innovation en Allemagne, notamment des mesures réglementaires et des mesures destinées à améliorer la connaissance et la professionnalisation de l’investissement dans le capital-risque. Par ailleurs, les investisseurs participants, essentiellement du secteur de l’assurance¹³⁵, se sont engagées à investir 12 milliards d’euros dans l’écosystème du capital-risque d’ici 2030. Un premier rapport sur les engagements devrait être dressé début 2026, mais les chiffres pour le deuxième trimestre 2025 indiquent déjà une tendance positive : les *start-ups* allemandes ont levé environ 2,4 milliards d’euros, soit une augmentation de plus de 40 % par rapport au même trimestre de l’année précédente (1,7 milliard d’euros)¹³⁶. Au premier semestre 2025, le total des investissements se situait juste en-dessous de 4 milliards d’euros, avec une nette

¹³² *Ibid.*, d’après les données Invest Europe.

¹³³ France Invest – Activité 2024 des Acteurs Français du *Venture & Growth* – Juin 2025 ([lien](#)).

¹³⁴ Wachstums und Innovationskapital für Deutschland (Capital-croissance et innovation pour l’Allemagne).

¹³⁵ 6 assureurs, 5 entreprises, 4 banques, 2 sociétés mondiales de gestion d’actifs, un fonds de pension notamment.

¹³⁶ KfW Research – KfW Venture Capital Dashboard – 2^e trimestre 2025 ([lien](#)).

tendance haussière s’agissant du capital-croissance, soutenu par de grandes levées de fonds en phase *late stage*¹³⁷.

Si certains retours font état d’un niveau plus élevé d’investissement des investisseurs institutionnels dans l’écosystème américain du capital-risque par rapport à celui observé dans l’écosystème européen, le principal facteur qui sous-tend ce phénomène, selon les investisseurs institutionnels consultés, au-delà de la taille plus importante des différents fonds, est le niveau de professionnalisation de ces derniers, par exemple lorsqu’il s’agit de répondre aux besoins des investisseurs institutionnels en matière de *reporting*. Pour résoudre ce problème, l’initiative WIN devrait être poursuivie dans le but d’augmenter les engagements d’investissement dans l’écosystème du capital-risque, comme le prévoit l’accord de coalition allemand.

En se fondant sur l’impact positif des initiatives Tibi et WIN et d’autres initiatives lancées en Europe, les États membres pourraient élaborer des dispositifs similaires pour encourager le développement de leurs écosystèmes de capital-risque. Pour garantir le succès de ces dispositifs, ils pourraient se fonder sur les principes fondamentaux suivants :

- 1) **Mise en œuvre initiale par les États membres :** compte tenu de la nature spécifique des marchés nationaux du capital-risque, de leur degré de maturité et de la nécessité d’un engagement politique fort, il serait dans un premier temps souhaitable que ces initiatives soient lancées par et dans chaque État membre, après une évaluation approfondie des LPs concernés, des contraintes réglementaires nationales et des principaux obstacles culturels. Ainsi, dans certains États membres, les principaux LPs sont les assureurs, tandis que dans d’autres, il peut s’agir de fonds de pension, d’entreprises ou d’autres types d’investisseurs.

Selon les spécificités nationales, une approche globale de développement de l’écosystème, combinant notamment des mesures relatives au financement, à la réglementation et à la transmission de savoir-faire, pourrait être souhaitable, comme mise en place dans l’initiative WIN, et pourrait contribuer à créer des conditions plus favorables pour les créateurs d’entreprises, les sociétés et les investisseurs.

Pour atteindre l’échelle nécessaire, toutes les initiatives devraient être lancées avec l’objectif clair de les interconnecter à un niveau paneuropéen (voir section 4.2.2).

- 2) **Soutien politique au plus haut niveau :** aujourd’hui, le principal obstacle à l’engagement des investisseurs institutionnels dans le capital-risque et le capital-croissance n’est ni technique ni prudentiel, mais relève d’abord de facteurs culturels. Traditionnellement, ces investisseurs ne disposent pas de gestionnaires

¹³⁷ *Ibid.*

dédiés aux portefeuilles d'investissement sur les marchés du non coté (*private markets*) et sont peu incités à en recruter.

Des initiatives politiques telles que les initiatives Tibi et WIN permettent le lancement de signaux forts et contribuent à réduire la mauvaise réputation des investissements dans l'innovation. Elles devraient avoir pour objectif d'appréhender l'écosystème dans sa globalité, et en particulier d'encourager les investisseurs potentiels à se familiariser avec lui, et à surmonter l'inertie structurelle qui les a tenus à distance de cette classe d'actifs. Pour ce faire, chaque initiative exige un soutien politique continu au plus haut niveau. Ce soutien à haut niveau est essentiel pour garantir l'engagement au niveau exécutif sur cette question cruciale du côté des LPs.

- 3) **Des cibles d'investissement définies et réalistes** : chaque dispositif national devrait s'articuler autour d'une allocation ou d'un engagement cible en matière de capital-risque, fixé au niveau national, qui ne pourrait être inférieur à 1 % du bilan des investisseurs concernés à moyen terme.

À titre de comparaison, l'initiative *Mansion House Compact* au Royaume-Uni prévoit que les fonds de pension à cotisations définies s'engagent à allouer 10 % de leurs portefeuilles à des actifs alternatifs, y compris le capital-investissement et les actifs immobiliers, dont au moins 5 % d'actifs britanniques. Si elle s'appuie sur des engagements volontaires, cette initiative est soutenue par un filet de sécurité législatif : dans le cadre du *Pension Schemes Bill*, le gouvernement britannique a prévu la possibilité de rendre ces engagements obligatoires, dans l'hypothèse où les cibles volontaires ne seraient pas atteintes. Le gouvernement estime que ces engagements pourraient mobiliser jusqu'à 50 milliards de livres sterling d'investissements supplémentaires dans l'économie du pays, en particulier dans les infrastructures, le logement et les entreprises en croissance.

- 4) **Intégrer une dimension européenne** : pour donner aux initiatives nationales une dimension européenne, chaque dispositif devrait être ouvert à des fonds de capital-risque d'autres États membres et à des investisseurs potentiels, à condition qu'ils disposent d'un bureau d'investissement - ou qu'ils souhaitent en ouvrir un - dans le pays concerné. Comme l'ont montré les initiatives Tibi et WIN, cette ouverture permet à la fois de renforcer la croissance des écosystèmes locaux et de soutenir l'émergence d'acteurs du capital-risque réellement paneuropéens.

D'autres États membres devraient adopter des initiatives comparables aux initiatives française et allemande, afin d'éliminer les obstacles culturels et non réglementaires qui dissuadent les assureurs et d'autres investisseurs institutionnels d'allouer des capitaux plus importants au capital-risque et au capital-croissance. Combinées à l'impact de la réforme du régime LTEI, ces incitations politiques peuvent garantir que la révision de la directive « Solvabilité II » produise les effets attendus et encourage les assureurs à redéployer une partie des capitaux dégagés grâce à l'allègement des exigences de capital, vers des actifs plus risqués, y compris le capital-risque et le capital-croissance.

4.2.2. Une initiative européenne sur le capital-risque devrait être lancée pour encourager les fonds paneuropéens de capital-risque à l'échelle européenne

En s'appuyant sur ces initiatives nationales, l'Allemagne et la France pourraient lancer une « initiative paneuropéenne sur le capital-risque » pour inciter les investisseurs institutionnels de long terme à jouer le rôle d'investisseurs pivots dans des fonds paneuropéens de capital-risque et de croissance.

Cette plate-forme rassemblerait des investisseurs participant à des initiatives telles que Tibi et WIN et des gestionnaires de fonds de capital-risque et de capital-croissance. Parmi les fonds de capital-risque opérant dans au moins deux États membres ayant déjà mis en œuvre des programmes de cette nature, les fonds ayant atteint une taille critique donnée et présentant un *track record* robuste pourraient participer à cette initiative européenne et accéder à un bassin plus important d'investisseurs européens.

Les investisseurs participants seraient des investisseurs institutionnels prenant part aux initiatives nationales et désireux d'investir des tickets plus importants à une échelle paneuropéenne, par le biais de fonds de capital-risque. Les initiatives nationales serviraient de base pour identifier les investisseurs et les gestionnaires de fonds potentiels.

Une telle initiative serait bénéfique tant pour les investisseurs que pour les gestionnaires de fonds, tout en encourageant le partage de connaissances et la professionnalisation de l'écosystème. Les fonds de capital-risque jusqu'ici axés sur les écosystèmes nationaux pourraient accéder à un bassin plus large d'investisseurs dans l'UE, y compris en dehors de leur État, et étendre ainsi leur base d'investisseurs et leurs actifs sous gestion. Au bout du compte, cela leur permettrait d'investir des tickets plus importants dans le cadre de levées de fonds *late stage*, et éventuellement de permettre la création de fonds paneuropéens de capital-risque d'une valeur supérieure à 1 milliard d'euros. En ce qui concerne les grands investisseurs européens, cette initiative leur permettrait d'engager des tickets substantiels dans des véhicules suffisamment importants, ce qui pourrait s'avérer utile puisque leur capacité à investir dans le capital-risque en Europe est parfois limitée par la faible taille des fonds européens.

Plus spécifiquement, l'initiative paneuropéenne sur le capital-risque pourrait se décliner, dans les États membres participants, en événements réguliers, avec un soutien politique au plus haut niveau, qui seraient l'occasion pour les gestionnaires de fonds de faire des *pitches* de présentation directement à un ensemble paneuropéen d'investisseurs, et de partager des connaissances sur des sujets clés, tels que les investissements de croissance et dans la *deeptech*.

Une telle initiative pourrait témoigner de la confiance dans les *start-ups* et les *scale-ups* européennes innovantes, et dans les fonds de capital-risque et de capital-croissance, et donner accès à des opportunités d'investissement transfrontalier de qualité aux investisseurs qui le souhaitent, y compris ceux opérant sur des marchés de taille plus restreinte. Cette plate-forme serait l'occasion de renforcer le lien entre, d'une part, les fonds et sociétés de portefeuille de l'initiative Champions technologiques européens

(*European Tech Champions Initiative* ou ETCI) et, plus généralement, du FEI, de Bpifrance, de KfW Capital et d'autres investisseurs publics européens en capital-risque et, d'autre part, les investisseurs participant aux initiatives Tibi ou WIN, ou à d'autres initiatives comparables.

En créant une initiative paneuropéenne conjointe sur le capital-risque ouverte à d'autres États membres, l'Allemagne et la France pourraient endosser un rôle moteur dans cette stratégie d'interconnexion des investisseurs institutionnels européens et des fonds transfrontaliers européens de capital-risque et de capital-croissance, contribuant ainsi à renforcer la compétitivité des gestionnaires à l'échelle mondiale et à promouvoir le développement de l'écosystème européen.

Cette initiative pourrait s'avérer particulièrement efficace puisqu'elle reposerait sur des initiatives nationales existantes et sur la dynamique concrète de marché qu'elles ont déjà lancée. Elle pourrait servir de pont entre les efforts de mobilisation au niveau national et le futur Pacte européen pour l'investissement dans l'innovation (« *European Innovation Investment Pact* ») proposé par la Commission européenne dans sa stratégie en faveur des *start-up* et des *scale-up* (« *Startup and Scaleup Strategy* »)¹³⁸, dont elle pourrait servir de fondement, en l'ancrant dans la réalité du marché et des pratiques d'investissement. Le Pacte européen pour l'investissement dans l'innovation pourrait également être le meilleur moyen d'interconnecter l'initiative sur le capital-risque et les initiatives du groupe BEI, et en particulier du FEI, qui ont eu un impact très important sur l'écosystème européen du capital-risque dans son ensemble (voir section 5).

4.3. La transparence, la liquidité et la taille insuffisantes des fonds sont parmi les autres obstacles non prudentiels à éliminer

En complément de ces initiatives, des mesures devraient être prises aux échelons national et européen pour lever les autres obstacles non prudentiels auxquels se heurtent les investisseurs institutionnels. À cet égard, trois aspects méritent une attention particulière :

- 1) **Des efforts supplémentaires devraient être déployés pour mettre en avant les rendements élevés des investissements en capital-risque sur le long terme, lorsqu'ils sont suffisamment diversifiés.** Du point de vue des investisseurs, le capital-risque n'est qu'une option parmi toute la gamme d'actifs alternatifs et son attractivité dépend *in fine* de sa capacité à produire des rendements suffisants pour compenser son illiquidité et son niveau de risque, supérieurs à ceux d'autres options. Dans un marché caractérisé par une forte dispersion des performances des fonds, une plus grande transparence sur leurs résultats, notamment via des *benchmarks* anonymisés sur la performance des fonds, pourrait avoir une incidence significative. Les banques nationales d'investissement et le FEI, qui

¹³⁸ Commission européenne – Stratégie de l'UE en faveur des start-ups et des scale-ups – Choisir l'Europe pour démarrer et se développer – Mai 2025 ([link](#)).

recueillent déjà des informations détaillées sur les performances des fonds, pourraient jouer un rôle central en la matière.

- 2) **Le marché secondaire du capital-investissement devrait être développé de manière à améliorer les perspectives de liquidité globales et encourager ainsi les investisseurs à engager des capitaux en amont.** Le marché des opérations secondaires sur les parts de fonds de capital-investissement croît rapidement : à l'échelle mondiale, il est passé de 112 milliards d'euros en 2023 à 162 milliards d'euros en 2024¹³⁹. Bien que ce marché reste dominé par le segment du *capital-transmission*, les opérations secondaires de capital-risque représentent désormais environ 15 % des opérations initiées par les investisseurs (*LP-led*) et les gestionnaires de fonds (*GP-led*). Un marché secondaire propre au capital-risque a vu le jour, dominé par les grands acteurs américains, ce qui a entraîné une croissance du nombre de fonds de secondaire, de plates-formes de négociation et de services de conseil spécialisés dans ce type d'opérations. L'UE, en revanche, reste à un stade précoce et ne dispose que d'un écosystème naissant.

Bien que les personnes auditionnées aient majoritairement affiché leur préférence pour un développement de plates-formes de secondaire porté par le marché, un cadre réglementaire adapté pourrait jouer le rôle de catalyseur et favoriser grandement leur émergence. L'objectif devrait consister à apporter de la liquidité secondaire pour les investissements dans des fonds fermés de non coté, illiquides par nature, ce qui permettrait aux investisseurs institutionnels de se désengager de leur portefeuille, tout en facilitant l'appariement des acheteurs et des vendeurs au niveau des parts de fonds. Ces plates-formes secondaires fonctionneraient comme des marchés restreints réservés aux investisseurs institutionnels, sur lesquels seraient émises des indications d'intérêt sans mention de prix (volumes et identifiants de fonds, par exemple) et permettant des négociations et un règlement de gré à gré (sur la plate-forme ou en dehors). Une approche pragmatique pourrait consister à adopter dans un premier temps, si nécessaire, un cadre-pilote introduisant un régime réglementaire ciblé, placé sous la supervision de l'AEMF, éventuellement inspiré du bac à sable « PISCES » au Royaume-Uni.

- 3) **Enfin, il conviendrait de remédier à l'inadéquation entre le montant moyen des tickets des investisseurs institutionnels et la taille comparativement réduite de la plupart des fonds de capital-risque et de capital-croissance.** Le faible engagement des investisseurs institutionnels est néanmoins l'une des principales causes de la petite taille des fonds européens de capital-risque et de capital-croissance, ce qui crée un cercle vicieux : les fonds de petite taille n'attirent pas les gros investisseurs et l'absence de gros investisseurs empêche les fonds de grandir. Cette situation ne doit cependant pas faire oublier que toute mesure structurelle de nature à lever des obstacles structurels à la croissance des fonds doit être envisagée.

¹³⁹ BlackRock – Secondaries: FY2024 Secondary Market Recap & Outlook – 2025 ([lien](#)).

Il pourrait notamment être pertinent d'étudier les potentiels effets du seuil d'actifs sous gestion¹⁴⁰ à partir duquel les gestionnaires sont soumis à agrément et à l'ensemble des règles établies par la directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs. Pour certains fonds, les inconvénients de l'agrément et les coûts associés¹⁴¹ semblent l'emporter sur les avantages (en particulier le « passeport européen », qui permet de commercialiser dans différents États membres un fonds agréé dans l'Etat membre de domiciliation). Un relèvement du seuil¹⁴² permettrait d'alléger la charge supportée par les gestionnaires et favoriserait la croissance des fonds, mais ne supprimerait pas totalement les complications liées à l'existence même d'un seuil.

4.4. La participation des investisseurs de détail au financement des entreprises en croissance devrait être encouragée, dans des conditions de risque adaptées

Avec 35 500 milliards d'euros d'actifs financiers détenus par les ménages¹⁴³, l'UE possède un réservoir de capitaux considérable qui pourrait être mobilisé pour approfondir ses marchés de capitaux et financer la croissance de ses *scale-ups*.

Jusqu'à présent, les investisseurs de détail avaient très peu accès aux marchés européens de capital-risque, essentiellement en raison des risques élevés associés à cette classe d'actifs, du fait de son illiquidité et des asymétries d'information. Les règles de protection des investisseurs ont en effet souvent imposé des seuils élevés d'investissement minimal, en général de 100 000 euros, ce qui restreint de fait l'accès à ce type d'actifs aux investisseurs professionnels ou fortunés.

On observe cependant un mouvement d'ouverture de ces marchés aux investisseurs de détail, aboutissant à rendre plus accessibles aux particuliers les stratégies d'investissement dans ces actifs, tels que le capital-investissement, la dette privée, les infrastructures et l'immobilier, jusque-là réservés aux gros investisseurs institutionnels en raison de leur illiquidité, de leur complexité et de leurs horizons de placement à long terme. Ces derniers temps, des adaptations réglementaires et des innovations financières, en matière de conception et de distribution des produits, ont permis aux gestionnaires d'actifs de proposer des instruments adaptés à l'investissement de détail, qui offrent une exposition diversifiée et pilotée professionnellement à ces classes d'actifs, tout en répondant aux enjeux de la gestion de liquidité, de transparence et de protection des investisseurs.

¹⁴⁰ 500 millions d'euros d'actifs gérés (100 millions d'euros en cas de recours à l'effet de levier).

¹⁴¹ Procédure d'agrément, obligations relatives au dépositaire, à la gouvernance, à la gestion des risques et à la gestion des portefeuilles, obligations supplémentaires en matière de comptes rendus, etc.

¹⁴² Ce seuil, instauré en 2011, pourrait ne plus être entièrement adapté à la réalité du marché, ne serait-ce qu'au regard de l'inflation.

¹⁴³ Eurostat – Households – Statistics on financial assets and liabilities – Octobre 2025 ([lien](#)).

Dans ce contexte, les personnes auditionnées ont déclaré accueillir favorablement le cadre réglementaire révisé des fonds européens d’investissement à long terme (ELTIF)¹⁴⁴, qui introduit un instrument simplifié et harmonisé pour les actifs alternatifs, pouvant être distribué auprès d’investisseurs de détail dans toute l’UE sous le régime du passeport européen.

Cette révision s’est déjà traduite par une hausse prononcée du nombre d’ELTIF agréés dans l’UE, ce qui témoigne d’un regain d’intérêt des investisseurs, des gestionnaires et des distributeurs depuis la modification des règles.

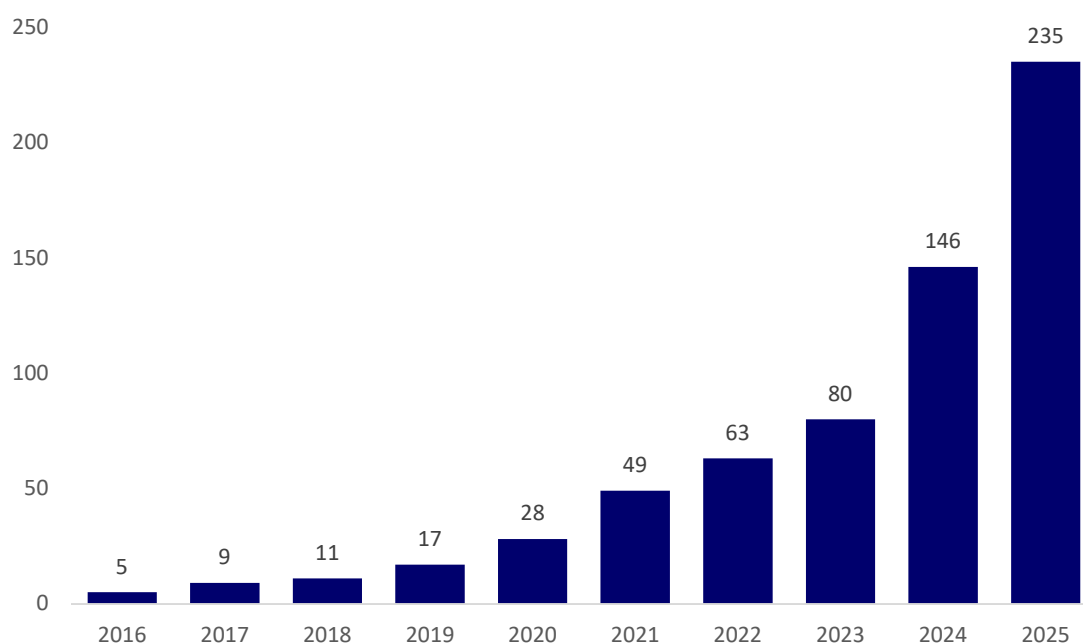


Figure 4.8 : Évolution des ELTIF (nombre de fonds agréés)¹⁴⁵

Malgré ce contexte, les acteurs du secteur ont exprimé des avis mitigés sur le renforcement de la participation des investisseurs de détail au marché du capital-risque. Nombre d’entre eux ont fait remarquer qu’il pourrait s’avérer difficile d’inciter les épargnants européens, généralement averses au risque et dont les actifs sont placés pour l’essentiel dans des produits garantis et peu risqués, à investir directement dans l’une des classes d’actifs les plus risquées et illiquides. Ils ont aussi mis en avant le risque d’atteinte à la réputation du capital-risque, si des fonds inadaptés étaient commercialisés auprès d’investisseurs de détail et connaissaient ensuite de lourdes pertes ou des problèmes de liquidité, entamant ainsi la confiance dans l’ensemble de la classe d’actifs.

¹⁴⁴ Le règlement modifié étend la palette d’actifs éligibles (en autorisant notamment des investissements de plus gros montants dans le capital-risque), simplifie les règles d’investissement, permet la création d’ELTIF *evergreen* ouverts et abaisse les barrières à l’entrée en supprimant le seuil d’investissement minimal de 10 000 euros, tout en maintenant des mesures de protection strictes, afin que les investisseurs de détail puissent prendre des décisions d’investissement éclairées.

¹⁴⁵ AEMF – Register of authorised European long-term investment funds (ELTIFs) – Novembre 2025 ([lien](#)).

D'une part, le public cible devrait donc rester assez naturellement focalisé sur les particuliers fortunés¹⁴⁶, généralement à travers les réseaux de banques privées. Les ELTIF, toutes classes d'actifs confondues, peuvent jouer un rôle important dans la diversification des portefeuilles des investisseurs de détail ayant une certaine culture financière, mais ne peuvent occuper une place centrale dès l'ouverture d'un compte d'investissement. L'accent devrait par ailleurs continuer d'être mis sur les stratégies les moins risquées, comme l'investissement dans la dette privée et les infrastructures ou, dans le secteur du capital-investissement, le segment classique du capital-transmission.

À cet égard, d'après certaines des personnes auditionnées, la mise en œuvre de la directive MIF 2 pourrait avoir considérablement entravé la distribution de produits d'investissement à des investisseurs non professionnels dans l'UE. Cette directive a pour ambition de mieux protéger les investisseurs et d'accroître la transparence des marchés, mais les obligations réglementaires qu'elle introduit ont aussi rendu plus compliquée la commercialisation de produits financiers auprès d'investisseurs de détail. Les règles précises à respecter en matière de conseil, d'adéquation et d'information, lorsque des produits complexes ou risqués sont commercialisés, semblent avoir accru la complexité et les coûts de conformité, avec pour conséquence une possible réduction de la diversité des produits proposés aux investisseurs.

Plusieurs solutions pourraient être envisagées pour résoudre ces difficultés : par exemple, la définition donnée au terme « client professionnel » dans la directive MIF pourrait être étendue afin de permettre aux particuliers fortunés d'investir directement sur d'autres segments de marché. Les critères quantitatifs et d'expérience, conçus pour des marchés liquides et réglementés, ne s'ajustent pas bien aux caractéristiques du capital-risque – et du capital-investissement en général – et conduisent à considérer indûment de nombreux investisseurs qualifiés, y compris les particuliers fortunés, les « *business angels* » et même certains gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, comme des investisseurs non professionnels, malgré leur capacité à comprendre et supporter les risques afférents aux actifs non cotés. L'extension de ces critères, afin de donner aux particuliers aisés et aux investisseurs avertis la possibilité de demander à être traités comme des investisseurs professionnels, éliminerait une barrière artificielle à leur participation aux fonds de capital-risque, et mettrait ainsi la directive MIF en adéquation avec la réalité des actifs non cotés. En outre, les modèles de distribution innovants pourraient avoir un effet bénéfique et être encouragés, par exemple en créant des bacs à sable réglementaires pour certaines des obligations établies par la directive MIF 2, ce qui favoriserait l'innovation sans compromettre la protection des consommateurs, grâce à une étroite supervision.

¹⁴⁶ Par exemple, les fonds européens spécialisés dans l'investissement en capital-risque (dénommés « fonds de capital-risque européens » ou « EuVECA ») s'adressent en priorité aux investisseurs professionnels, mais peuvent être commercialisés auprès d'investisseurs semi-professionnels s'engageant à investir un minimum de 100 000 euros.

D'autre part, même s'il est peu probable que les investisseurs de détail se tournent spontanément vers le capital-risque, étant donné l'illiquidité et le niveau de risque élevé de cette classe d'actifs, les mesures d'incitation sont difficiles à bien calibrer.

Les externalités positives des investissements en capital-risque n'étant pas prises en compte par les investisseurs particuliers, des incitations fiscales¹⁴⁷ seraient pertinentes afin d'améliorer le couple rendement-risque attendu.

Les évaluations menées sur certaines incitations de ce type montrent que les règles d'éligibilité, les exigences en matière de durée de détention, le traitement des pertes et la stabilité administrative sont des facteurs clés du succès de tels dispositifs¹⁴⁸. Selon la manière dont ces incitations sont conçues et calibrées, elles peuvent soit être effectivement source d'investissements supplémentaires, soit produire une situation de sélection adverse et entraîner la prolifération de fonds peu performants.

Au-delà des incitations fiscales, les mesures prises dans ce domaine pourraient donc se concentrer sur deux stratégies complémentaires :

- 1) **Une stratégie de « preuve du concept », visant à démontrer que, malgré son couple rendement-risque particulier et son horizon de placement à long terme, le capital-risque peut offrir des rendements attractifs et a sa place dans un portefeuille diversifié proposé aux investisseurs de détail ou semi-professionnels.** Les expériences menées récemment autour de canaux de distribution innovants, qui facilitent l'accès à ce type de produits pour les investisseurs de détail, soumis à une supervision scrupuleuse et tenant compte des exigences de transparence et de protection des investisseurs, montrent que plusieurs initiatives ont d'ores et déjà été lancées par le marché afin d'adapter les fonds de capital-risque, surtout ceux de type ELTIF, à l'investissement de détail.

Deux options structurelles semblent particulièrement intéressantes :

- Des structures de fonds de fonds spécialisées, qui contribuent à atténuer les contraintes de liquidité et lisser le rendement pour les investisseurs¹⁴⁹. Il pourrait s'avérer nécessaire, à cet égard, d'examiner les obstacles réglementaires à l'établissement de telles structures, notamment dans la réglementation régissant les ELTIF, tout en étant vigilants aux coûts supplémentaires que les cascades de fonds peuvent induire.

¹⁴⁷ Sous la forme de déductions immédiates, d'une exonération des plus-values ou de mécanismes de compensation des pertes.

¹⁴⁸ Commission européenne – Effectiveness of tax incentives for venture capital and business angels to foster the investment of SMEs and start-ups – Juin 2017 ([lien](#)).

¹⁴⁹ Concernant en particulier l'effet « courbe en J », c'est-à-dire la forme classique du rendement d'un fonds de capital-investissement, qui se caractérise par une période initiale de rendement négatif en raison des frais et des investissements initiaux, suivie d'une période de revalorisation.

- Une composante ciblée de capital-risque ou de capital-croissance au sein de fonds de capital-investissement plus généralistes destinés aux investisseurs de détail

Des initiatives publiques pourraient contribuer à démontrer la viabilité de tels projets. Dans cette optique, Bpifrance a créé une série de fonds de capital-investissement ouverts aux investisseurs de détail, accessibles en ligne et investissant essentiellement au travers d'instruments secondaires, gérés par Bpifrance Investissement. Des initiatives semblables pourraient être menées au niveau européen ou national ; une tranche destinée aux investisseurs de détail pourrait notamment être structurée dans le cadre de l'initiative ETIC (voir section 5) pour permettre une participation des investisseurs particuliers à petite échelle. Bien qu'il soit peu probable que de tels projets mobilisent d'importants volumes de capitaux, ils peuvent contribuer à familiariser les investisseurs particuliers avec cette classe d'actifs, promouvoir l'éducation financière et encourager des stratégies d'investissement davantage tournées vers les marchés de capitaux.

2) **Une exposition indirecte des investisseurs particuliers au travers de produits d'assurance et d'épargne-retraite.**

Il pourrait être envisagé de développer la gestion pilotée dans les produits d'épargne, par laquelle les souscripteurs délèguent la gestion de leur portefeuille à des gestionnaires professionnels qui ajustent le niveau d'exposition aux risques au fil du temps, en allouant une part plus élevée à des actifs risqués en début de contrat, et en réduisant progressivement le niveau de risque à l'approche du départ en retraite. En France, par exemple, la loi relative à l'industrie verte a introduit une part minimale d'engagements dans des actifs non cotés pour les contrats d'assurance vie et les plans d'épargne-retraite, dans le cadre de la gestion pilotée. Cette mesure a pour but d'inciter les gestionnaires d'actifs à concevoir des produits adaptés et à intégrer progressivement le capital-risque et le capital-croissance dans les portefeuilles des investisseurs de détail.

Ces structures de gestion pilotée à horizon peuvent servir de pont entre les produits d'épargne à long terme destinés aux particuliers et les actifs non cotés illiquides (voir section 3). Sur la durée, en augmentant la part d'actifs non cotés au début du cycle de vie de ces structures (à l'aide de mesures d'incitation publiques), elles pourraient permettre de mobiliser une quantité significative de capitaux des épargnants, afin de les investir dans des actifs risqués à horizon de long terme, dans le cadre de contrats d'assurance vie et de plans d'épargne-retraite.

5. Les dispositifs de financement publics nationaux et européens doivent continuer de soutenir l'écosystème de financement de l'innovation, en l'aidant à franchir une nouvelle étape

5.1. Les mécanismes de financement public à l'échelle européenne, qui ont joué un rôle crucial, doivent être maintenus et optimisés, afin d'en maximiser les effets

5.1.1. Les succès européens dans l'*early stage* doivent beaucoup aux banques nationales d'investissement

Dans chaque pays, les banques nationales d'investissement ont joué un rôle actif dans le développement des écosystèmes de financement des *start-ups*. Bpifrance en France, KfW Capital en Allemagne et d'autres institutions en Europe ont largement accompagné l'expansion des marchés nationaux de l'innovation, en co-investissant dans des fonds ou fonds de fonds de capital-risque et directement dans des *start-ups*, dans différents secteurs et à différents stades de leur croissance. Elles ont également participé à la conception et la commercialisation de fonds destinés à des investisseurs institutionnels, initialement peu disposés ou dans l'incapacité d'investir dans le capital-risque.

Lors de la dernière décennie, parallèlement à l'augmentation des capacités financières des banques nationales d'investissement, le nombre de *start-ups* européennes *early stage* a plus que quadruplé. En 2024, les levées de fonds des *start-ups* du continent ont été près de dix fois supérieures à 2015¹⁵⁰, les acteurs publics agissant comme catalyseurs pour donner un ancrage solide aux écosystèmes locaux du capital-risque.

Au-delà de ces effets quantitatifs, les banques nationales d'investissement ont produit des retombées qualitatives considérables, qui ont transformé le paysage européen de l'innovation. En soutenant dans la durée les cycles de financement dans l'*early stage*, elles ont contribué à normaliser l'entrepreneuriat en tant que trajectoire professionnelle : les effectifs dans le secteur européen de la *tech* ont ainsi été multipliés par sept¹⁵¹.

En l'espace de sept ans environ, depuis sa création, KfW Capital en Allemagne a mis en œuvre un large éventail de programmes pour soutenir l'écosystème de financement des *start-ups* allemandes et européennes, avec des initiatives supplémentaires encore en préparation. En tant que filiale détenue en totalité par la banque de développement publique allemande KfW, KfW Capital a investi près de 2,8 milliards d'euros dans l'écosystème du capital-risque et engagé des capitaux dans près de 150 fonds, apportant ainsi un concours financier à plus de 2 800 *start-ups*. KfW Capital réalise toujours des

¹⁵⁰ Atomico – [State of European Tech24](#) – Novembre 2024.

¹⁵¹ *Ibid.*

investissements selon les tendances du marché, en portant une attention particulière aux rendements, indépendamment des cycles économiques et des secteurs. KfW Capital constitue ainsi un investisseur pivot, essentiel dans le paysage du capital-risque allemand¹⁵².

Outre ses investissements directs en fonds propres, KfW Capital a également contribué au développement du marché, en suscitant l'intérêt de nouveaux investisseurs pour le capital-risque. La réussite du lancement de l'un des plus gros fonds de fonds européen de capital-risque, le *Growth Fund Germany*, doté d'environ un milliard d'euros, a constitué une étape importante. Ce fonds a marqué une première en parvenant à lever un montant substantiel de capitaux privés (près des deux tiers de son volume), notamment auprès d'investisseurs qui n'avaient auparavant jamais investi dans du capital-risque. En septembre 2025, le fonds de fonds avait déjà engagé environ 800 millions d'euros dans 40 fonds. La seconde génération du fonds est en préparation, les premières levées étant prévues pour 2026¹⁵³.

KfW Capital coordonne également le *Future Fund* du gouvernement allemand, qui apporte un soutien important à l'écosystème du capital-risque allemand et européen, avec un volume de plus de 10 milliards d'euros. Ce fonds ambitionne aussi bien le développement du marché que des améliorations qualitatives des instruments de financement existants, tout en développant de nouveaux instruments. L'objectif est de renforcer le financement des entreprises innovantes à fort contenu technologique tout au long des phases de démarrage (*startup*), de croissance (*growth*) et d'expansion (*scaleup*).

Bpifrance, créée par la Caisse des dépôts et consignations en 1994, joue un rôle tout aussi crucial en soutenant l'écosystème du capital-risque français, principalement au travers de son activité de fonds de fonds. Née en 2012 de la fusion de plusieurs sociétés d'investissement public, Bpifrance prend principalement des positions minoritaires dans des opérations de capital-risque privé et dans des fonds de capital-croissance, afin d'accroître l'offre de capitaux sur les segments de marché délaissés et favoriser la professionnalisation et le développement des fonds français. Cette activité de fonds de fonds s'inscrit dans un dispositif d'action publique plus large, associant les ressources propres de Bpifrance à des instruments spéciaux, dans le cadre du Programme d'investissements d'avenir (PIA). Entre 2011 et aujourd'hui, Bpifrance a investi un montant total de 6,8 milliards d'euros dans près de 280 fonds, dont 3,9 milliards dans le cadre de France 2030 et 2,9 milliards sur son propre bilan. Ces engagements ont permis de financer des levées de fonds cumulées d'un montant de 31,3 milliards d'euros, correspondant à un effet de levier global d'environ 4,6¹⁵⁴.

Dans le cadre de France 2030, un montant de 3,9 milliards d'euros a été engagé dans 181 fonds. Sur le segment de l'amorçage, le Fonds national d'amorçage (FNA) a investi des capitaux à hauteur de 1,2 milliard dans 62 fonds, ce qui a permis à ces derniers de lever la somme de 3,3 milliards d'euros, représentant un effet de levier d'environ 2,8. Au niveau

¹⁵² Données de KfW Capital.

¹⁵³ *Ibid.*

¹⁵⁴ Données de Bpifrance.

des entreprises du portefeuille, le FNA a produit 24,5 milliards d’euros de financements complémentaires, ce qui correspond à un effet de levier d’environ 38 sur les montants tirés. Sur le segment *growth*, le programme Multicap Croissance a investi un montant de 2 milliards dans 74 fonds, finançant ainsi des levées de fonds totales de 23,1 milliards d’euros, ce qui correspond à un effet de levier d’environ 11,6¹⁵⁵.

Bpifrance se consacre également à des activités d’investissement direct en plus de son activité de fonds de fonds. Elle investit à la fois au moyen des actifs de son bilan, en particulier au travers du fonds *Large Venture* créé en 2013, et au nom de l’État au moyen de fonds qui lui sont confiés dans le cadre du Programme d’investissements d’avenir et de France 2030, tels que le fonds de Sociétés de projets industriels (SPI), doté de 800 millions d’euros pour financer des projets d’industrialisation. Entre 2013 et 2022 Bpifrance a, par ces canaux, injecté directement 3,9 milliards d’euros dans près de 450 *start-ups*¹⁵⁶.

L’ensemble de ces instruments ont permis de renforcer l’accès des *start-ups* françaises au financement. Ainsi, près de 40 % des entreprises financées sur le segment du *growth* avaient au préalable reçu une aide de Bpifrance, directement ou par l’intermédiaire de fonds partenaires, et 10 % d’entre elles avaient reçu un financement initial en phase d’amorçage, ce qui illustre la capacité de Bpifrance à accompagner les entreprises tout au long des phases successives de leur développement¹⁵⁷.

À l’échelle européenne, le Fonds européen d’investissement (FEI), établi en 1994 dans le cadre de la Banque européenne d’investissement (BEI), est l’établissement spécialisé dans l’apport de capital-risque aux PME. Sa principale mission est de faciliter l’accès des PME innovantes et à forte croissance au financement, en proposant un large éventail d’instruments par le biais de certains intermédiaires financiers, notamment des banques, des établissements de garantie, des entreprises de *leasing* et des fonds de capital-investissement ou de capital-risque.

Opérant selon des principes de marché, le FEI soutient les PME afin de contribuer à la réalisation des objectifs de l’UE en matière de soutien à l’innovation, à la recherche et au développement, à l’esprit d’entreprise, à la croissance et à l’emploi. Ses activités comprennent la mise en œuvre d’instruments de capitaux propres et de dette (garanties et titrisation) et d’instruments financiers inclusifs (microcrédit) pour répondre à différents besoins du marché et soutenir les priorités stratégiques de l’UE, telles que les transitions verte et numérique.

Au cours des trente dernières années, le FEI a été le principal fournisseur public de capital-risque aux jeunes *start-ups* innovantes européennes. Le Fonds gère plusieurs initiatives et programmes importants pour le compte de la BEI, la Commission européenne et les États membres de l’UE. Le FEI estime avoir soutenu plus de 2,1 millions de micro, petites et moyennes entreprises à travers l’Europe, ses engagements totaux s’élevant à

¹⁵⁵ Données de Bpifrance.

¹⁵⁶ *Ibid.*

¹⁵⁷ Bpifrance, Impact des actions de Bpifrance sur le marché du capital-risque – Mai 2025 ([lien](#)).

136,7 milliards d’euros, dont 14,4 milliards d’euros en 2024¹⁵⁸. En 2024, le FEI a réalisé 102 opérations de capital-risque, soit la plus grosse part des opérations en fonds propres. La même année, le FEI a investi 3,46 milliards d’euros dans des fonds de capital-risque¹⁵⁹.

5.1.2. Focus : les défaillances de marché justifient, d’un point de vue économique, l’intervention des pouvoirs publics sur le marché du capital-risque

Même en présence d’un marché plus mature, les instruments publics nationaux en faveur de l’innovation, qui ont joué un rôle déterminant dans le développement des *start-ups* européennes, continueront d’être essentiels pour corriger les défaillances de marché persistantes en matière de financement des entreprises innovantes. A mesure que l’écosystème se développe, les cadres de financement public doivent néanmoins également s’adapter, afin de rester efficaces et de mieux correspondre aux besoins émergents.

Une défaillance majeure du marché dans le financement du capital-risque est liée aux externalités positives de l’innovation : une entreprise innovante supporte les coûts de développement de nouvelles technologies sans nécessairement être en mesure d’en récolter les bénéfices. Les externalités de connaissances qui en résultent impliquent que les effets de nombreux projets d’innovation dépassent largement le cadre de l’entreprise d’origine : les clients peuvent les utiliser pour accroître leur productivité, tandis que les concurrents peuvent les reproduire à un coût moindre voire nul. Les entreprises peuvent ainsi intégrer dans leurs propres processus d’innovation des connaissances produites ailleurs, ou reproduire des produits et des méthodes de production à meilleur marché. En règle générale, plus il s’agit d’une innovation de rupture, plus les effets externes et les gains d’efficacité associés seront importants.

Une seconde défaillance du marché découle des asymétries en matière d’information. La réussite des projets d’innovation étant par nature incertaine, la recherche de financements extérieurs est généralement difficile. Il en va ainsi pour tous les types de projets innovants, même ceux d’entreprises établies, mais plus encore pour les idées entièrement nouvelles des *start-ups* technologiques, sur lesquelles repose la croissance économique future. Les rendements potentiellement élevés sont contrebalancés par la grande incertitude autour de leur viabilité technique ou commerciale, en particulier pour les projets à haut degré d’innovation technologique (comme c’est souvent le cas des projets des *start-ups* de la *deeptech*). En outre, les informations sur les réelles perspectives offertes par un projet sont inégalement partagées entre les entreprises et les investisseurs. Le marché du capital-risque présente par ailleurs d’autres asymétries d’information, telles que celles existant entre les fonds de capital-risque (gestionnaires de fonds) et leurs investisseurs potentiels (investisseurs institutionnels).

S’agissant de ces deux aspects, même si le rôle des mécanismes de financement public dans l’écosystème des *start-ups* aux États-Unis est parfois perçu comme plus limité, la

¹⁵⁸ Fonds européen d’investissement – The EIF’s 30 years Anniversary Book – Août 2024.

¹⁵⁹ Fonds européen d’investissement – Annual Report 2024 – Avril 2025 ([lien](#)).

passation de marchés publics remplit une fonction sensiblement comparable aux instruments publics en Europe. Le mécanisme permet aux jeunes entreprises qui ne génèrent pas encore de revenus d'accéder, à un stade précoce, à des sources de demande importantes par le biais de marchés publics. Néanmoins, la complexité et la charge administrative inhérentes aux procédures de passation de marchés publics peuvent constituer un obstacle important pour les *start-ups* européennes, qui disposent de ressources limitées. Or, celles qui réussissent à décrocher des marchés publics peuvent afficher très tôt un chiffre d'affaires conséquent, facteur de crédibilité. La passation de marchés publics sert ainsi non seulement de source de financement non dilutive, mais aussi d'ancrage solide pour l'investissement privé, les investisseurs étant généralement plus disposés à soutenir des entreprises dont les technologies et les modèles économiques ont été approuvés au travers de décisions d'achat public.

En outre, une troisième défaillance est liée, sur des marchés du capital-risque moins développés comme le marché européen, à la taille des fonds, souvent insuffisante pour pouvoir répondre aux exigences de ticket minimal des investisseurs institutionnels. L'investissement public peut contribuer à combler cette lacune en permettant aux investisseurs institutionnels d'accéder à des instruments de taille appropriée, souvent par l'intermédiaire de fonds de fonds, jusqu'à ce que le marché soit suffisamment développé pour qu'ils puissent y investir directement.

Le fait de fournir des perspectives d'investissement adéquates et des plateformes d'information fiables peut encore renforcer davantage le rôle des programmes publics en tant qu'investisseurs pivots sur le marché européen du capital-risque. Les investisseurs publics qui investissent dans un fonds à un stade précoce et mettent en œuvre une procédure rigoureuse de *due diligence* envoient un signal positif aux autres investisseurs, indiquant que le fonds répond à des critères essentiels, tels que les compétences des gérants, le respect des obligations déclaratives et l'alignement d'intérêts.

Enfin, l'investissement public peut lisser le cycle de financement des *start-ups* en assurant la disponibilité des capitaux, y compris pendant les périodes de récession.

Compte tenu de l'ampleur de l'écart qui existe entre les marchés européen et américain, et des contraintes qui pèsent sur les ressources publiques, il est clair, toutefois, que le financement public ne peut à lui seul combler ce fossé (voir sections 3 et 4).

L'objectif premier d'une intervention publique sur le marché du capital-risque devrait donc consister à mobiliser des investissements privés et renforcer l'écosystème de financement privé des *start-ups*.

5.1.3. Le rôle essentiel des acteurs publics européens sur le marché du capital-risque est justifié, mais il doit être conçu de manière à attirer les investisseurs privés

Comme les institutions publiques interviennent à un stade précoce et avec constance sur le marché européen du capital-risque, la part des financements publics sur ce marché est relativement élevée. En 2024, près de 25 % des levées de fonds totales des fonds de

capital-risque européens provenaient des institutions et banques nationales d'investissement. Ce chiffre est bien supérieur à la part que représentent les financements publics dans l'ensemble des fonds de capital-investissement, qui s'élève à 9 % en moyenne¹⁶⁰.

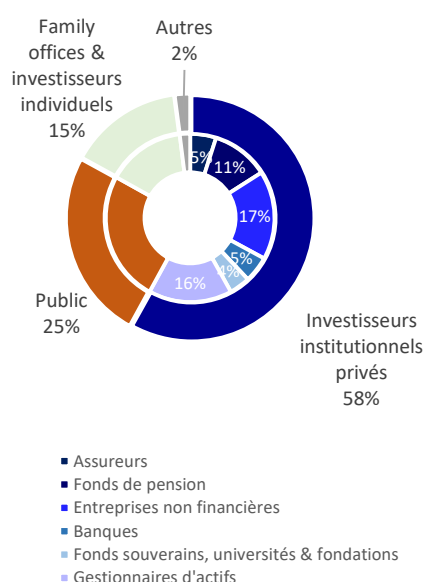


Figure 5.1 : Fonds levés par catégorie d'investisseurs (montant supplémentaire levé en 2024 en pourcentage du montant total)¹⁶¹

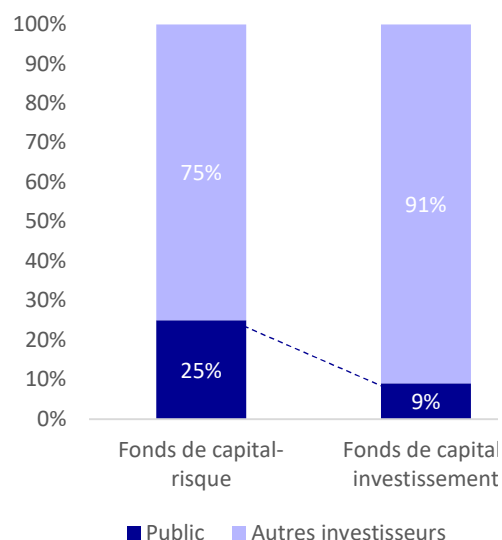


Figure 5.2 : Catégorie d'investisseurs pour les fonds de capital-risque et les fonds de capital-investissement (montant supplémentaire levé en 2024 en pourcentage du montant total)¹⁶²

D'après les informations recueillies dans le cadre des auditions conduites, la part des financements publics peut varier fortement en fonction des zones géographiques, des segments et des secteurs. Ainsi, dans les pays qui mettent en œuvre depuis longtemps des programmes d'investissement public en fonds propres, la contribution des investisseurs publics peut être plus importante. Il en va de même pour les fonds qui investissent dans les secteurs de la *deeptech*, en raison du risque technologique plus élevé.

¹⁶⁰ Invest Europe – Investing in Europe: Private Equity Activity 2024 – Mai 2025 ([lien](#)).

¹⁶¹ *Ibid.*

¹⁶² *Ibid.*

Les participants auditionnés, qui offrent un large éventail de points de vue, ont exprimé de manière unanime des avis positifs sur le rôle catalytique de l'investissement public dans le capital-risque européen. L'investissement public joue un rôle important dans l'expansion du marché du capital-risque sur le plan quantitatif, en aidant à la construction de l'écosystème et en mobilisant les investisseurs institutionnels sur la classe d'actifs du capital-risque. Toutefois, dans quelques rares cas, des craintes ont été émises quant à l'étendue de la participation du secteur public et au risque de créer une dépendance structurelle à l'égard du financement public.

Afin d'éviter l'éviction des investissements privés, la conception des programmes publics doit ainsi respecter certains principes fondamentaux, l'effet d'éviction involontaire des capitaux privés constituant un risque important lié aux aides publiques. Cette situation se produit lorsque des fonds publics sont utilisés pour des investissements qui auraient pu être financés au moyen de fonds privés, même sans aucune intervention publique. La conséquence en est l'apparition de distorsions de marché et de coûts budgétaires, et ce, sans produire les avantages économiques correspondants.

Néanmoins, des études empiriques internationales indiquent que l'aide publique au capital-risque tend à compléter, et non à évincer, l'investissement privé¹⁶³ ; tout dépend étroitement de la manière dont sont conçus les programmes publics. Le principe directeur le plus important est que le financement public soit effectué sur une base *pari passu* : une large part d'investissement privé doit être mobilisée en même temps que l'investissement public et dans des conditions identiques. Lorsqu'ils sont structurés de la sorte, les programmes publics se comportent comme de véritables participants soumis à des conditions de marché ; ils ne créent donc pas de distorsions et mobilisent activement les capitaux privés.

L'analyse comparative des approches nationales allemande et française se situe dans la droite ligne des conclusions d'une récente analyse de l'OCDE, qui distingue deux grandes catégories d'opérations de capital-risque financées par l'État¹⁶⁴. **D'une part, les initiatives renforçant l'étendue du marché du capital-risque** ciblent les technologies, régions ou groupes délaissés, et qui sont surtout efficaces lorsque les défaillances du marché résultent de coûts d'expérimentation élevés, de marchés locaux étroits ou d'externalités spécifiques à un secteur. **D'autre part, les initiatives renforçant la taille du marché** visant, à l'inverse, à accroître l'offre globale de capital-risque dans les pays qui disposent de marchés intérieurs structurellement petits ou sous-développés.

Les programmes d'investissement doivent commencer par exposer clairement la défaillance du marché qu'ils visent à traiter, car cela détermine tous les choix ultérieurs en matière de conception. En la matière, les règles de gouvernance importent plus que la structure du capital : des fonds entièrement soutenus par l'État peuvent obtenir des résultats similaires à ceux des fonds privés si leur gouvernance est conforme aux pratiques

¹⁶³ Leleux, Benoit & Surlemont – Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis – Janvier 2003 ([lien](#)).

¹⁶⁴ OCDE – Benchmarking government support for venture capital: A comparative analysis – Juin 2025 ([lien](#)).

de marché, tandis que des fonds auxquels participent des investisseurs privés peuvent fonctionner comme des instruments politiques si les acteurs publics y exercent une influence disproportionnée.

Une conclusion essentielle est que le capital-risque public donne des résultats optimaux lorsque des acteurs privés y participent de manière active, notamment lorsque les structures de gouvernance permettent aux investisseurs privés d'apporter leur connaissance du marché et lorsque les décisions d'investissement sont prises conformément aux règles du privé. Les agents du secteur public sont généralement dépourvus des compétences spécialisées et des structures d'incitation dont bénéficient les investisseurs professionnels en capital-risque : cela tend à indiquer que les programmes financés par l'État sont surtout efficaces lorsque les investissements qu'ils prévoient s'effectuent à des conditions commerciales, qui visent à réduire au minimum les distorsions et à éviter une mauvaise allocation.

En s'appuyant sur ces conclusions de l'OCDE et sur l'analyse comparative des approches allemande et française, on peut affirmer que l'investissement au travers de fonds de capital-risque est l'instrument de levier le plus efficace dont les acteurs publics disposent.

Tant KfW Capital que Bpifrance, aux côtés du FEI, ont montré que cette stratégie permet aux écosystèmes de se développer rapidement tout en réduisant au minimum les distorsions de marché. Étant donné que les institutions et banques nationales d'investissement investissent aux côtés d'investisseurs privés sur une base *pari passu*, les fonds restent soumis à la discipline du marché ; les comités d'investissement ne sont pas soumis à des influences politiques ; et les investisseurs privés restent confiants dans la gouvernance de ces véhicules. Cette orientation propice aux mécanismes du marché, ainsi que l'alignement d'intérêts, sont essentielles, à la fois pour attirer les investisseurs institutionnels, et pour veiller à ce que des fonds privés européens solides et à forte capacité de développement se constituent, sans éviction des capitaux privés.

Bien qu'ils soient utiles pour remédier à des défaillances spécifiques du marché, les programmes d'investissement direct ne produisent pas les mêmes effets systémiques. Les investissements dans des fonds, en revanche, permettent d'accélérer la professionnalisation des gestionnaires de fonds, d'augmenter la taille des fonds, d'attirer de nouveaux investisseurs et, à terme, de parvenir à une profondeur de marché comparable à celle du marché américain.

En conséquence, l'investissement au travers de fonds de capital-risque devrait continuer d'être le principal moyen de développer plus avant les marchés du capital-risque nationaux et européen. Compte tenu de la nécessité de créer des instruments à l'échelle européenne, la priorité actuelle devrait être de renforcer l'écosystème de financement de la BEI, tout en laissant la place à la proximité et la décentralisation offertes par les initiatives nationales, plutôt que de mettre en place de nouveaux moyens de financement pour les *scale-ups* européennes.

5.2. L'Europe doit donner la priorité aux mécanismes stimulant véritablement le *late stage*, en adaptant les instruments publics nationaux et européens aux besoins des *scale-ups*

5.2.1. À l'échelon européen, le lancement d'une deuxième phase de l'ETCI soutenue par les États membres favoriserait considérablement la disponibilité de financements *late stage* pour les *scale-ups* européennes

Malgré les efforts accomplis, les *scale-ups* européennes restent confrontées à un déficit de financement persistant, en particulier pour les levées de fonds de plus de 100 millions d'euros, qui restent dominées par les investisseurs non européens (voir [section 2](#)). Cette faiblesse va de pair avec le petit nombre de grands fonds paneuropéens de capital-risque et de capital-croissance, surtout par rapport aux États-Unis où les véhicules à plusieurs milliards d'euros sont bien plus courants (voir [figure 5.2](#)).

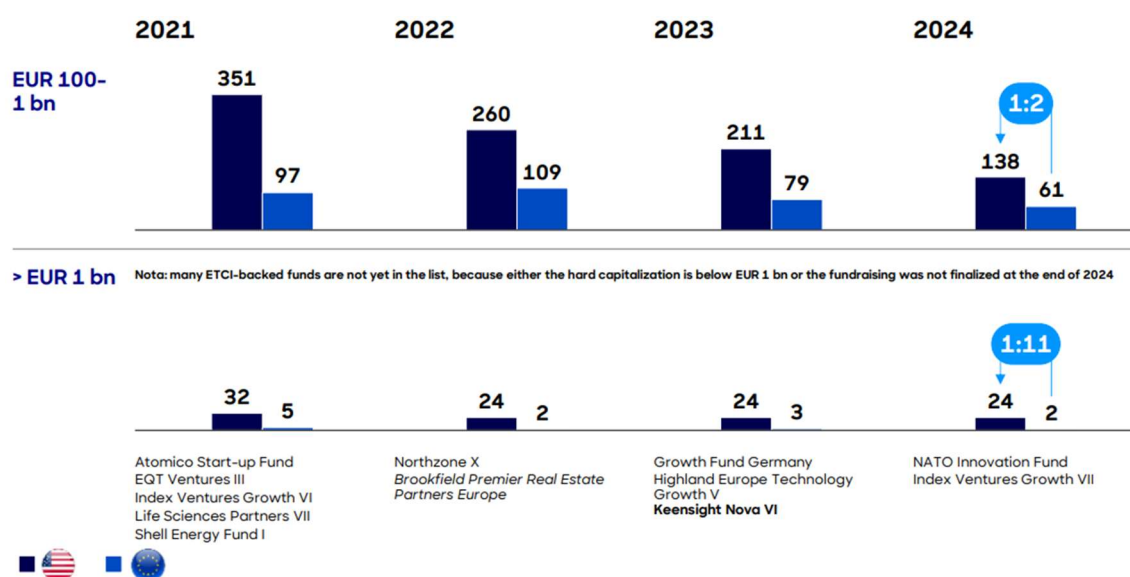


Figure 5.2 : Nombre de fonds de capital-risque par millésime, comparaison États-Unis/Europe (Royaume-Uni compris) sur la période 2021-2024¹⁶⁵

C'est précisément pour résorber ce déficit structurel qu'ETCI a été lancée en 2023. Gérée par le FEI, elle a bénéficié lors de sa première phase (ETCI 1.0) de contributions de six États membres — la France et l'Allemagne (1 milliard d'euros respectivement), l'Espagne (jusqu'à 1 milliard d'euros), l'Italie (150 millions d'euros), la Belgique (100 millions d'euros) et les Pays-Bas (100 millions d'euros) — ainsi que d'engagements de la BEI (400 millions d'euros) et du FEI (100 millions d'euros), soit une enveloppe totale de 3,85 milliards d'euros de financements publics. ETCI 1.0 a déjà réalisé des investissements déterminants, à

¹⁶⁵ FEI – Evaluation of ETCI 1.0, Final report – Août 2025 ([lien](#)), rapport établi sur la base de données de PitchBook et d'une analyse de Roland Berger.

hauteur de 100 à 350 millions d’euros, dans de grands fonds de capital-risque et de capital-croissance opérant en Europe.

D’après son évaluation à mi-parcours réalisée au début de l’année 2025, ETCI 1.0 progresse globalement comme prévu¹⁶⁶. Fin 2024, environ 70 % de l’enveloppe disponible avait été approuvée, la mise en œuvre se déroulait selon le calendrier établi et les fonds participants à l’initiative déclaraient que le programme avait permis d’augmenter la taille des fonds et d’accélérer les négociations avec les investisseurs privés.

Les auditions menées dans le cadre du présent rapport ont également fait ressortir l’importance de cet instrument et la nécessité d’en poursuivre l’exécution afin d’éviter d’envoyer un mauvais signal au marché, au moment où plusieurs gestionnaires de fonds européens s’efforcent d’atteindre une taille critique. Les conclusions de l’évaluation à mi-parcours vont dans le même sens, recommandant de conserver cet instrument tout en diminuant progressivement la taille des tickets pour favoriser l’émergence d’un écosystème autosuffisant. Outre les progrès accomplis dans sa mise en œuvre, ETCI 1.0 devrait produire un effet de levier considérable. Sur la base des engagements actuels, jusqu’à 3,85 milliards d’euros de capitaux publics seront injectés dans des fonds présélectionnés, ce qui, d’après les prévisions, devrait permettre de lever un montant total compris entre 14 et 17 milliards d’euros, soit un effet multiplicateur d’environ quatre (voir figure 5.3)¹⁶⁷.

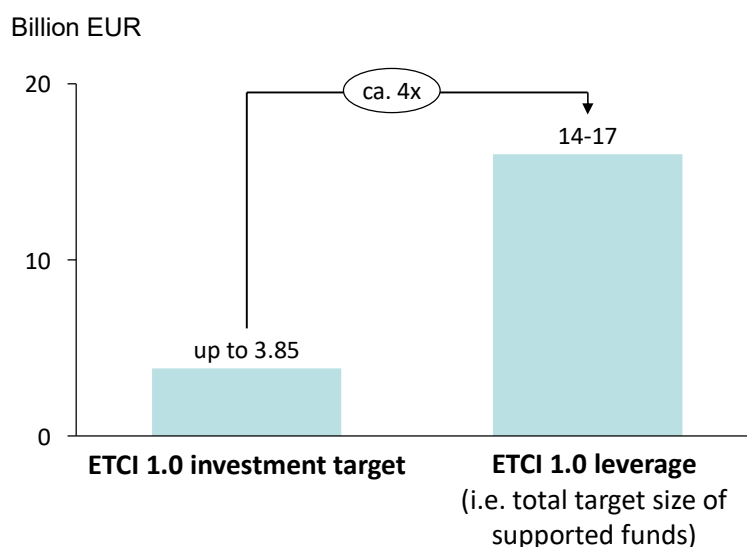


Figure 5.3 : Montants mobilisés grâce à l’ETCI 1.0 (en milliards d’euros, 2023-2026)¹⁶⁸

La première phase d’ETCI a contribué à résorber le déficit de financement des *scale-ups* européennes, en aidant plusieurs gestionnaires européens à parvenir à des tailles de fonds qu’ils n’auraient, sans cela, pu atteindre qu’après un ou deux millésimes supplémentaires. Cet effet constitue un gain structurel pour l’écosystème : un changement d’échelle plus rapide permet aux fonds de professionnaliser plus tôt leur organisation

¹⁶⁶ FEI – Evaluation of ETCI 1.0, Final report – Août 2025 ([lien](#)).

¹⁶⁷ *Ibid.*

¹⁶⁸ *Ibid.*

interne, de développer leur aptitude à opérer à l'international et d'investir dans les ressources opérationnelles requises pour accompagner les *scale-ups* sur des horizons de plus long terme. Cette accélération ne perturbe pas les dynamiques de marché et reste compatible avec une viabilité à long terme.

La mise en œuvre d'ETCI 1.0 étant sur le point de s'achever, une deuxième phase de cette initiative (ETCI 2.0) devrait être lancée, afin de continuer à faire grandir les fonds de capital-croissance européens gérés par des gestionnaires privés, conformément aux conclusions de l'évaluation à mi-parcours et au quasi-consensus en faveur de la poursuite de cette initiative exprimé lors des auditions. Pour atteindre cet objectif, ETCI 2.0 devra attirer un éventail plus large d'investisseurs privés.

Une solution pour y parvenir serait d'établir une structure asymétrique de partage des risques : certains investisseurs, notamment les contributeurs publics, investiraient dans une tranche *equity* qui supporterait l'intégralité du risque baissier et bénéficierait de l'intégralité du potentiel de valorisation, tandis que d'autres investisseurs privés participeraient au moyen d'un instrument de dette obligataire *senior* de type *investment grade*. Pour ces derniers, la tranche *equity* offrirait une protection contre le risque baissier et le potentiel de valorisation serait limité par un taux d'intérêt fixe.

Une telle structure favoriserait considérablement les investissements privés, car certains investisseurs institutionnels pourraient souscrire l'instrument de type obligataire en l'imputant à leur poche d'investissements dans des produits de taux, plutôt qu'à ceux alloués aux engagements directs dans les fonds de capital-risque et de capital-croissance. Ces instruments ne seraient pas à prendre en compte dans le calcul des exigences en capital, conformément aux directives « Solvabilité II » et « IORP II », au titre du risque actions, et bénéficieraient du traitement prudentiel applicable aux produits de taux. Les investisseurs pourraient ainsi augmenter leur exposition globale à cette catégorie d'actifs sans diminuer leur capacité à investir directement dans les fonds européens de capital-risque et de capital-croissance, ce qui éviterait toute forme de concurrence avec les initiatives ou programmes existants à l'échelon national.

Par ailleurs, il est essentiel d'accroître le nombre d'États membres participant à ETCI 2.0 et d'obtenir des contributions significatives de la BEI et de la Commission européenne pour renforcer la dimension européenne de cet instrument.

Même s'il est peu probable que des gestionnaires de fonds opérant sur des marchés de capital-risque moins développés soient choisis comme bénéficiaires d'ETCI 2.0, les *scale-ups* implantées dans ces pays pourront tout de même recevoir des financements des grands fonds européens, et donc bénéficier également de l'initiative. ETCI devrait être perçue avant tout comme un outil de financement des *scale-ups* européennes : les fonds ne sont que des intermédiaires facilitant le déploiement des capitaux. Ainsi, la participation d'un nombre accru d'États membres contribuerait à établir un écosystème du *late stage* plus intégré, ce qui aiderait les gestionnaires de fonds à étendre leurs activités hors des frontières nationales et favoriserait la croissance des entreprises à l'échelle du continent.

S'agissant des priorités du programme, ETCI 2.0 devrait continuer de soutenir en premier lieu les grands fonds paneuropéens aspirant à gérer plus d'un milliard d'euros, car l'Europe a absolument besoin de fonds de cette envergure si elle veut pouvoir conserver les *scale-ups* sur son territoire et financer leur croissance localement. Une petite partie du programme pourrait aussi aider les fonds de taille plus modeste à se développer, dans l'optique d'encourager la participation d'autres États membres ou de renforcer le développement à long terme d'écosystèmes locaux, à condition que ces investissements restent pleinement alignés avec l'objectif global du programme, à savoir renforcer la capacité d'investissement de l'Europe dans les entreprises en phase *late stage*.

Comme tous les autres programmes européens, ETCI 2.0 devra être attentivement coordonné avec les autres programmes et institutions d'investissement de niveau national ou européen, afin de tirer parti d'éventuelles synergies entre les programmes et d'éviter que leurs stratégies de levées de fonds (surtout auprès des investisseurs institutionnels privés) et d'investissement se fassent concurrence.

Une deuxième phase d'ETCI (ETCI 2.0) devrait donc être lancée pour poursuivre l'expansion des fonds de capital-croissance et de capital-risque européens gérés par des gestionnaires privés, en continuant de donner la priorité aux fonds qui cherchent à atteindre une taille de plus d'un milliard d'euros. Pour réaliser cet objectif, ETCI 2.0 devra attirer d'importants investissements privés, ce qui pourrait être facilité par la mise en place d'une structure asymétrique de partage des risques. Toutes les activités menées au niveau européen devraient faire l'objet d'une étroite coordination avec les États membres et les banques nationales d'investissement, afin de tirer parti d'éventuelles synergies et d'éviter que les stratégies de levées de fonds et d'investissement se fassent concurrence.

5.2.2. Les banques nationales d'investissement devraient renforcer la coordination de leur politique d'investissement transfrontalier, afin de favoriser l'émergence de champions européens

Les banques d'investissement de chaque État membre devraient passer d'une logique essentiellement nationale à un cadre européen mieux coordonné, afin d'accroître les retombées positives de leurs programmes sur le continent. Bien que ces institutions aient démontré leur capacité à faire prospérer leurs écosystèmes nationaux, les déficits de financement persistants des *scale-ups*, associés aux contraintes induites par des mandats convenus à l'échelon national, appellent davantage d'efforts d'harmonisation et un approfondissement de la coopération transfrontalière.

À l'heure actuelle, les banques nationales d'investissement cherchent naturellement à développer avant tout leur marché national. La plupart de leurs programmes contiennent des clauses de retour géographique imposant que la majeure partie, ou parfois un multiple, des sommes qu'une institution investit dans un fonds bénéficie à des entreprises du pays. Bien que cette approche soit cohérente avec les mandats nationaux de ces institutions, voire dans certains cas imposée par les dispositions légales associées aux ressources

publiques qu'elles mobilisent, elle contribue à créer un environnement européen de capital-risque fragmenté et trop restreint.

L'acceptabilité politique est un objectif compréhensible, et il est sans doute légitime que les institutions et banques nationales d'investissement veuillent garantir un retour national minimum équivalent à leur contribution financière. Toutefois, ce principe devrait rester une mesure de protection et non une ligne de conduite.

Pour renforcer la dimension européenne de l'investissement public, les banques nationales d'investissement devraient donc progressivement passer d'une approche essentiellement nationale des bénéfices attendus à une perspective européenne, mieux coordonnée. Sans renoncer aux clauses de retour national minimum, ces institutions pourraient s'engager à mener leurs activités selon une stratégie européenne commune, ce qui permettrait que les capitaux circulent plus librement entre les États membres participants.

Même si la concurrence entre les *start-ups* doit rester le premier facteur de consolidation des marchés, il est essentiel que les entreprises survivantes aient accès aux ressources nécessaires pour pouvoir se développer et faire concurrence aux *leaders* mondiaux.

Concrètement, un partenariat pourrait être conclu entre les banques nationales d'investissement, en vertu duquel chaque institution consentirait à plafonner son exigence de retour national au montant de sa contribution, tout en instaurant l'obligation de consacrer le même montant aux investissements dans les États membres participants ou dans l'UE. L'adoption d'un tel cadre encouragerait ces institutions à investir conjointement, à constituer des portefeuilles véritablement paneuropéens et à soutenir l'émergence de sources de capital-croissance plus massives et intégrées. Cela faciliterait l'expansion des entreprises européennes et consoliderait la position de l'Europe parmi les *leaders* technologiques et industriels mondiaux.

La France et l'Allemagne, avec leurs écosystèmes de capital-risque bien développés, pourraient constituer les piliers d'une telle initiative. Grâce à la profondeur de leur vivier national d'acteurs du capital-risque et à l'expérience de leurs institutions et banques d'investissement, elles pourraient lui conférer un ancrage solide, ce qui inciterait d'autres États membres à rejoindre l'initiative et favoriserait l'expansion du réseau.

Les banques nationales d'investissement devraient renforcer leur collaboration dans une optique véritablement européenne, en abaissant leurs exigences de retour national et en accordant plus d'importance aux objectifs communs à toute l'UE. Un partenariat plus étroit entre elles sur ces fondements favoriserait des stratégies d'investissement mieux coordonnées.

6. Créer un 28^{ème} régime juridique applicable aux entreprises est nécessaire pour faciliter l’expansion et le financement transfrontalier des *scale-ups* européennes

Le marché intérieur européen héberge un écosystème dynamique de *start-ups* et de *scale-ups* innovantes, mais la fragmentation du marché demeure un obstacle pour ces dernières. Au cours des décennies passées, l’UE a réalisé des progrès significatifs en créant un espace économique unifié facilitant la libre circulation des biens, des services, des capitaux et des personnes entre les États membres. Pour autant, la mise en place d’un marché unique véritablement intégré reste un processus inachevé. Comme l’illustre une analyse effectuée sur le secteur européen des technologies, la fragmentation du marché reste l’un des principaux obstacles à la création ou à l’expansion d’une entreprise en Europe (voir [figure 6.1](#)).

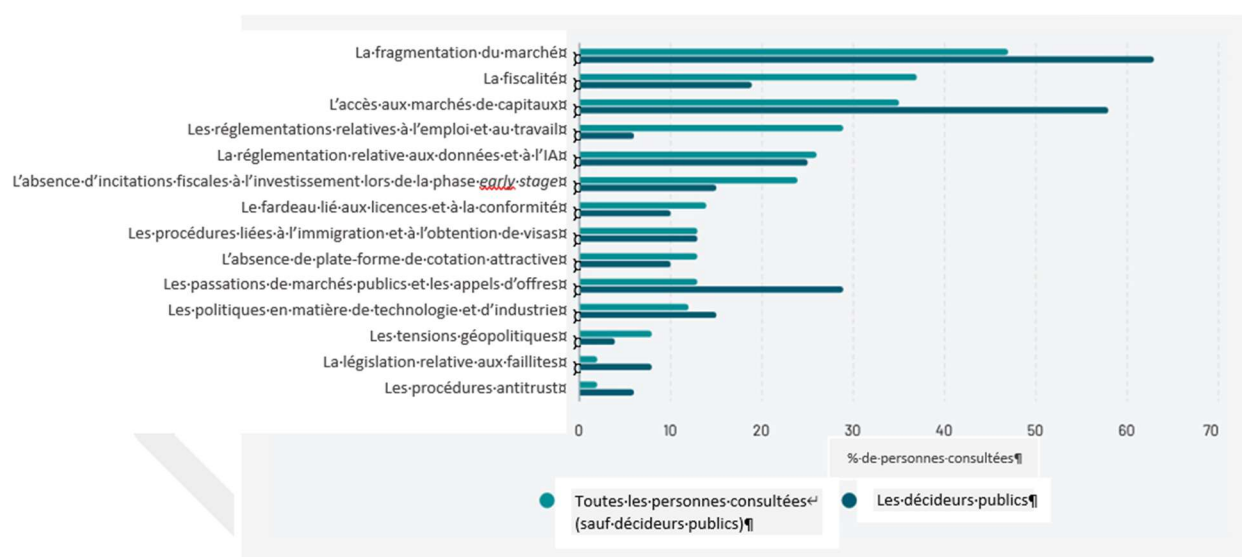


Figure 6.1 : Obstacles majeurs à la création ou à l’expansion d’une entreprise en Europe¹⁶⁹

¹⁶⁹ Atomico – State of European tech – Novembre 2025 ([lien](#)).

6.1. L'absence de cadre juridique harmonisé engendre une complexité juridique et un renchérissement des opérations de financement lorsque les entreprises tentent de se développer dans l'UE

L'un des obstacles majeurs à l'expansion des entreprises au sein de l'UE demeure l'absence d'un cadre juridique harmonisé. Chaque État membre possède son propre corpus de lois et de règles régissant l'activité des entreprises, les structures d'investissement et les possibilités de financement.

Même lorsque la législation est harmonisée, elle est souvent appliquée sur la base d'interprétations variées, comme dans le cas du RGPD. Pour les *scale-ups*, cela crée un environnement complexe et coûteux, puisqu'elles doivent composer avec une mosaïque de systèmes juridiques, chacun étant caractérisé par des exigences propres en matière d'investissement, de protection de la propriété intellectuelle, de droit du travail et de réglementation fiscale. Dans une enquête portant sur les entraves au fonctionnement du marché unique, 69 % des entreprises de l'UE désignent les différences en matière de pratiques contractuelles et légales comme des obstacles importants au marché unique (voir [figure 6.2](#)). Les TPE et PME voient même la fragmentation du cadre juridique comme la principale difficulté pour leur activité (voir [figure 6.3](#)). La fragmentation du marché de l'UE et l'entrave que celle-ci représente pour les *scale-ups* européennes expliquent dans une large mesure les perspectives de croissance réduites et, partant, les valorisations inférieures auxquelles celles-ci sont confrontées. Comme le décrit le rapport Draghi, l'expansion des entreprises dans un marché plus intégré, tel que celui des États-Unis, est un moteur de développement accéléré et donc de rentabilité.



Figure 6.2 : Classement des obstacles au marché unique¹⁷⁰

¹⁷⁰ Eurochambres – Single Market Survey, Overcoming Obstacles, Developing Solutions – 2024 ([lien](#)).

	Très petites entreprises (1-9 employés)	Petites entreprises (10-49 employés)	Moyennes entreprises (50-249 employés)	Grandes entreprises (+250 employés)
1	Pratiques contractuelles/légales différentes	Pratiques contractuelles/légales différentes	Pratiques contractuelles/légales différentes	Obligations renforcées de publication d'informations en matière de durabilité
2	Règles nationales différentes concernant les services	Manque d'informations juridiques/financières sur les partenaires commerciaux potentiels dans d'autres pays	Obligations renforcées de publication d'informations en matière de durabilité	Pratiques contractuelles/légales différentes
3	Inaccessibilité des informations relatives aux règles et obligations	Inaccessibilité des informations relatives aux règles et obligations	Règles nationales différentes concernant les produits	Règles nationales différentes concernant les services
4	Manque d'informations juridiques/financières sur les partenaires commerciaux potentiels dans d'autres pays	Coûts de la réglementation	Problèmes liés au recouvrement des sommes dues	Règles nationales différentes concernant les produits
5	Coûts de la réglementation	Règles nationales différentes concernant les produits	Perturbation de la chaîne d'approvisionnement	Coûts de la réglementation

Figure 6.3 : Classement des 5 premiers obstacles par taille d'entreprise¹⁷¹

Cette fragmentation juridique renchérit le coût des opérations de financement pour les entreprises comme pour les investisseurs. Lorsqu'elles prennent la décision de se développer hors de leurs frontières nationales, les *scale-ups* doivent souvent s'engager dans de longues et coûteuses procédures pour s'assurer de leur conformité avec de multiples systèmes juridiques. Cela peut dissuader les investisseurs potentiels, qui peuvent hésiter à investir sur un marché où l'homogénéité et la prévisibilité des procédures juridiques font défaut. En outre, cela rend les investissements transfrontaliers plus difficiles, dans la mesure où les investisseurs en capital-risque et en capital-croissance sont confrontés à des risques juridiques et à des incertitudes supplémentaires, lorsqu'ils investissent dans des entreprises opérant dans différents environnements juridiques.

Cette fragmentation juridique limite également l'accès des *scale-ups* aux financements transfrontaliers, qui sont d'une importance critique pour leur croissance. Dans un marché fragmenté, les investisseurs hésitent souvent à engager des capitaux à l'étranger en raison de la complexité qu'implique la disparité des systèmes juridiques, qui peut compliquer, voire retarder l'exécution des contrats et la protection des droits de propriété intellectuelle. Un investisseur d'un pays peut par exemple redoubler de prudence pour investir dans une entreprise d'un autre pays s'il perçoit le système juridique de ce pays comme moins fiable ou moins prévisible. Malgré son envergure économique, l'UE a ainsi du mal à rivaliser avec les États-Unis et la Chine lorsqu'il s'agit d'attirer des investissements mondiaux en capital-risque dans ses entreprises. Bien que l'UE ait fait de grands pas pour améliorer l'accès des *start-ups* aux capitaux, la fragmentation de son cadre juridique en fait toujours une destination moins attractive pour les investisseurs internationaux, habitués aux environnements réglementaires plus rationalisés et uniformisés comme celui de la Silicon Valley.

¹⁷¹ Eurochambres – Single Market Survey, Overcoming Obstacles, Developing Solutions – 2024 ([lien](#)).

Pour libérer tout le potentiel que représente le marché intérieur européen pour les *scale-ups*, il est crucial que l'UE harmonise ses systèmes juridiques et propose un cadre juridique européen uniforme. Celui-ci doit prendre en compte plus particulièrement les besoins des *scale-ups*.

6.2. Un 28^{ème} régime instaurant une nouvelle forme juridique de société européenne pour accélérer la croissance des *scale-ups*

La fragmentation persistante du droit des sociétés et du cadre réglementaire entre les 27 États membres représente un obstacle majeur pour les *scale-ups*, en particulier en matière de financements. Pour les *scale-ups* qui cherchent à se développer en dehors de leur marché d'origine, cette fragmentation se traduit par des coûts accrus, une plus grande insécurité juridique et un accès réduit aux capitaux. Les *scale-ups* qui opèrent ou se développent hors de leurs frontières doivent se conformer à des obligations légales distinctes dans chaque pays. Cela signifie qu'elles doivent naviguer entre différentes règles en matière de gouvernance des entreprises, de droits des actionnaires et de publication de l'information financière. Les pratiques commerciales peuvent parfois entraver les opérations transfrontalières, dans la mesure où les tiers et les banques hésitent à travailler avec une entreprise dont la gouvernance et les responsabilités juridiques relèvent d'une législation dont ils ne sont pas familiers (entraînant des discriminations à l'IBAN, un raccourcissement des délais de paiement exigés par les fournisseurs, etc.). Cela conduit à la création de filiales dans chaque pays où l'entreprise opère ou au recours à de multiples intermédiaires. Le fardeau administratif, les frais de conseil et les frais juridiques qui en résultent accaparent des ressources qui pourraient être investies dans l'innovation et la croissance, et les entreprises rencontrent des difficultés pour attirer des investisseurs en quête de rentabilité et de prévisibilité.

Les investisseurs, en particulier les fonds de capital-risque et de capital-investissement, privilégient les environnements juridiques stables. L'absence de régime uniformisé du droit des sociétés crée de l'incertitude quant aux questions de responsabilité juridique, de protection des actionnaires et de stratégies de sortie des investisseurs. Cela peut décourager les investissements transfrontaliers, les investisseurs pouvant se montrer réticents à engager des capitaux dans des entreprises confrontées à des environnements juridiques complexes ou imprévisibles. Cette fragmentation restreint également l'accès aux financements. Les *scale-ups* ont souvent des difficultés à lever des fonds auprès d'investisseurs d'autres pays de l'UE, ces derniers étant peu familiers des structures juridiques et obligations réglementaires qui s'appliquent au-delà de leurs frontières nationales.

Pour répondre comme il se doit à ces défis, l'instauration d'un 28^{ème} régime juridique en matière de droit des sociétés – une forme juridique de société paneuropéenne et optionnelle – a été fortement soutenue lors des auditions. Les précédentes tentatives pour faire avancer l'harmonisation du droit des sociétés au sein de l'UE n'ont pas eu le succès escompté. Bien que l'introduction du statut de société européenne (SE) ait constitué une première étape importante dans l'instauration d'un régime juridique paneuropéen

applicable aux entreprises, la SE reste fondamentalement liée aux systèmes juridiques nationaux en raison de l'application de dispositions supplémentaires et de la persistance de vides juridiques. Selon la perception des personnes auditionnées, la SE n'est pas une forme juridique paneuropéenne, mais un « emballage » entourant 27 « contenus » différents.

Par conséquent, de nombreuses personnes auditionnées ont exprimé leur enthousiasme vis-à-vis de la récente démarche d'élaboration par la Commission d'une nouvelle solution européenne sous la forme d'un 28^{ème} régime. De nombreuses approches sont envisageables et font actuellement l'objet de discussions. Toutefois, pour éviter d'interminables débats, il faut que le 28^{ème} régime suive des principes clairs et qu'une proposition définitive soit sélectionnée sans attendre, avec un engagement collectif de la mettre en œuvre rapidement dans toute l'UE.

6.2.1. Le 28^{ème} régime doit poursuivre des objectifs ambitieux afin d'améliorer véritablement la situation des *scale-ups* européennes

Le 28^{ème} régime doit marquer une étape décisive vers la création d'un cadre juridique souple et harmonisé applicable aux entreprises à l'échelle de l'UE. Il conviendrait donc de mettre en place une forme juridique de société uniforme et optionnelle, conçue pour répondre au besoin des entreprises de se développer sur une base transfrontalière, d'attirer plus facilement des investissements et de s'assurer de bénéficier d'une sécurité juridique tout au long de leur cycle de vie. Parallèlement à d'autres mesures portant sur les marchés de capitaux ou les incitations des pouvoirs publics, cette forme juridique de société devrait constituer une solution novatrice pour favoriser l'entrepreneuriat, consolider le marché intérieur et dynamiser la compétitivité de l'Europe à l'échelle mondiale.

L'un de ses principaux avantages devrait être d'offrir aux entreprises un accès aux capitaux dont elles ont besoin tout au long de leur cycle de vie, en créant un cadre uniformisé. Des *start-ups* en phase de démarrage jusqu'aux entreprises matures, le 28^{ème} régime doit permettre d'attirer un plus grand nombre d'investisseurs en proposant une structure de société harmonisée à l'échelle de l'UE. Cela les aidera à mieux comprendre l'environnement juridique et les risques liés aux investissements dans l'UE, favorisant ainsi les investissements transfrontaliers. En outre, une telle forme juridique de société uniforme pourrait accroître l'attractivité de l'UE pour les entreprises tierces cherchant à ouvrir une succursale ou à installer un siège social en Europe, puisque ce régime leur éviterait d'avoir à choisir entre divers environnements juridiques nationaux. Les démarches de conversion en société cotée devraient être simples, notamment l'obtention de financements sur les marchés boursiers.

Le 28^{ème} régime doit offrir des avantages significatifs en matière de sécurité juridique et de souplesse, tant pour les créateurs d'entreprise que pour les investisseurs. L'un des principaux obstacles auxquels sont aujourd'hui confrontés les entrepreneurs est la gestion des complexités liées aux différents systèmes juridiques des pays de l'UE. Le 28^{ème} régime doit donc établir un cadre à la fois cohérent et harmonisé, qui permette aux entreprises

d'opérer et de se développer dans l'ensemble des États membres de l'UE. La mise en place d'un cadre juridique simple et commun pour toutes les succursales et filiales, ainsi que d'une « marque juridique » aisément reconnaissable par les tiers, pourrait aider les entrepreneurs à gagner en efficacité dans leurs activités de prospection de marchés, et simplifier les relations commerciales transfrontalières. Les investisseurs seraient en mesure d'utiliser des contrats types de façon uniformisée à l'échelle de l'UE, sans avoir à tenir compte des particularités et complexités des différents régimes juridiques nationaux.

Pour permettre aux *scale-ups* d'en récolter ces bénéfices, le 28^{ème} régime devrait comprendre les éléments clés ci-dessous :

- **Une procédure d'immatriculation simplifiée :** les entrepreneurs devraient pouvoir créer leur entreprise selon le même régime juridique, quel que soit l'État membre dans lequel ils sont établis, réduisant ainsi le fardeau administratif et les délais ;
- **De la prévisibilité :** avec des règles harmonisées, entreprises et investisseurs auraient une meilleure compréhension de leurs droits et obligations, ce qui favoriserait la confiance dans les opérations transfrontalières ;
- **Des coûts administratifs réduits :** une forme juridique unique réduirait les coûts de conseil juridique et des procédures administratives, associés à la constitution et au fonctionnement d'une entreprise dans des environnements juridiques multiples ;
- **Une transformation numérique :** le 28^{ème} régime pourrait et devrait être conçu dans un esprit « entièrement numérique » et s'inspirer de précédentes initiatives (telles que le BRIS, ou système d'interconnexion des registres du commerce) pour intégrer le numérique au droit des sociétés. En particulier, l'usage de la signature numérique/électronique et l'application du principe « une fois pour toutes » permettrait de limiter la duplication des procédures et d'abaisser les coûts de conformité. L'utilisation de modèles harmonisés pourrait aussi se développer afin de simplifier l'élaboration des documents et les déclarations. Dans l'idéal, le cycle de vie de l'entreprise serait entièrement dématérialisé : depuis sa constitution en société jusqu'à sa dissolution, en passant par les déclarations et la publication d'informations financières, toutes les démarches seraient effectuées en ligne ;
- **La création d'une « marque » :** le 28^{ème} régime devrait permettre de créer un « produit » à même de séduire les investisseurs et d'être reconnu par les prêteurs, à l'image de la *Limited Liability Company* (société à responsabilité limitée) aux États-Unis ;
- **Une attractivité accrue pour les talents nationaux :** aux premiers stades du développement de l'entreprise, le recrutement de talents nationaux parfaitement familiers du marché cible est un élément clé du succès. Une structure d'entreprise commune à l'ensemble du marché unique serait susceptible de favoriser cela ;

- **L'intéressement financier des salariés :** le 28^{ème} régime devrait également permettre d'améliorer les dispositifs de rémunération des salariés au moyen d'un dispositif simple d'attribution de stock-options et de parts de l'entreprise ;
- **Un accès aux marchés publics :** il est probable qu'une forme unique de société reconnue dans tous les États membres renforcerait la confiance dans les sociétés immatriculées sous cette forme et faciliterait leur accès aux marchés publics européens.

Pour les *scale-ups* et les entreprises en croissance rapide, la capacité à développer leurs activités sur le marché intérieur européen est cruciale. Le 28^{ème} régime devrait permettre aux entreprises de se développer aisément dans d'autres États membres de l'UE, ce qui augmenterait leurs chances de devenir des acteurs de rang mondial. Les principaux avantages d'un tel système, en matière de croissance et d'internationalisation des entreprises, devraient être les suivants :

- **Une facilitation de l'internationalisation des entreprises :** les entreprises ont besoin de pouvoir transférer leur siège ou des succursales d'un État membre à un autre, sans procédure complexe de réorganisation. Cela réduirait considérablement le fardeau administratif des entreprises cherchant à se développer au sein de l'UE ;
- **Une structure de société souple :** le 28^{ème} régime devrait être synonyme de sécurité juridique et d'efficience pour les créateurs d'entreprises, en leur offrant une structure organisationnelle sur mesure. La liberté contractuelle doit prévaloir, en intégrant le plus de références possibles aux statuts. Cela devrait permettre aux entreprises de se développer de manière efficiente, en accueillant de nouveaux actionnaires ou salariés par de simples dispositions contractuelles, complétées si nécessaire par des modifications des statuts pouvant être facilement intégrées au dispositif, tout en maintenant une identité juridique et une structure de gouvernance uniques ;
- **Un cadre favorisant l'émission d'instruments de capitaux propres et d'instruments de dette, conformément aux standards internationaux :** le 28^{ème} régime devrait offrir un haut degré de souplesse dans la conception d'instruments de capitaux propres et d'instruments de dette, permettant ainsi l'émission d'instruments financiers selon des modalités reconnues à l'échelle internationale et d'une multiplicité de catégories d'actions assorties de droits et de caractéristiques variés, de manière à satisfaire les besoins de différents investisseurs et structures de financement, depuis le capital d'amorçage et de démarrage (*early stage*) jusqu'au capital-croissance (à l'instar du SAFE, le *Simple Agreement for Future Equity* ou convention simplifiée de participation ultérieure) ;
- **Un cadre favorisant la conception de plans d'intéressement pour le *management* et les salariés :** des dispositions juridiques simples et souples sont nécessaires pour mettre sur pied et faire fonctionner un programme d'actionnariat salarié à l'échelle de l'UE, à destination en particulier des *scale-ups*

opérant dans l'ensemble de l'UE (tel que les allocations gratuites d'actions ou les bons de souscription de parts de créateur d'entreprise, BSPCE) ;

- **Un cadre permettant d'assouplir la modification des statuts et la cession de parts :** le 28^{ème} régime devrait offrir une certaine souplesse dans les règles d'enregistrement et de documentation applicables en cas de modification des statuts, par exemple lors des levées de fonds, ainsi qu'en cas de cession de parts. Il ne devrait pas imposer d'obligations formelles strictes telles que le passage devant notaire ;
- **Une incitation à réaliser des fusions-acquisitions transfrontalières :** un cadre juridique harmonisé devrait également faciliter la fusion, l'acquisition ou la conclusion de partenariats avec des entreprises d'autres pays de l'UE, offrant ainsi des opportunités de croissance supplémentaires. Dans ce contexte, il est important que le 28^{ème} régime prévoie des règles claires et solides pour l'acquisition de parts, notamment par une partie de bonne foi auprès d'un détenteur qui n'en est pas le propriétaire officiel.

6.2.2. Comment intégrer un 28^{ème} régime simple et uniforme dans le droit de l'UE : propositions d'experts susceptibles d'inspirer les travaux de la Commission et des co-législateurs

Des expertises juridiques externes ont montré l'une des voies possibles pour structurer le 28^{ème} régime. Comme la formulation d'objectifs ambitieux est probablement beaucoup plus facile que de parvenir à leur application concrète, la première étape devrait consister à mettre au point une proposition d'envergure en matière de droit des sociétés qui réponde à ces objectifs. Les auditions ont permis d'aborder les enjeux juridiques et la *taskforce* a également interrogé des experts indépendants.

La première étape devrait se concentrer sur le droit des sociétés et s'appuyer sur des principes juridiques simples, dans l'optique de répondre aux besoins des entrepreneurs et des investisseurs décrits plus haut. La proposition annoncée par la Commission revêtira à cet égard une grande importance. Cette proposition devrait être discutée et adoptée de préférence sous la forme d'un règlement européen, afin d'être directement applicable et d'assurer le plus haut degré d'harmonisation entre les États membres de l'UE.

La proposition devrait trouver un juste équilibre entre harmonisation et simplicité, afin de maximiser les chances de succès lors des négociations avec le Parlement européen et le Conseil et de favoriser l'adoption la plus large possible de cette forme juridique par les entrepreneurs. Durant notre mission, deux propositions détaillées ont été discutées par des experts du droit venus d'Allemagne et de France :

- Rüdiger Veil, professeur de droit des sociétés et des marchés de capitaux à l'université Louis-et-Maximilien (LMU) de Munich, et Jochen Vetter, avocat émérite en droit des sociétés et professeur honoraire à l'université de Cologne, ont présenté un concept conjoint de *European Uniform Corporation* (société européenne uniforme, EUC).

- L'Association Henri Capitant, réseau international à but non lucratif fondé en France en 1935, s'est activement impliquée dans la promotion d'un Code européen des affaires visant à harmoniser les règles essentielles régissant le droit commercial et le droit des sociétés dans l'ensemble des États membres de l'UE. Sa proposition de création d'une forme de société européenne simplifiée (datant de 2019) a été reprise et précisée par le Haut Comité juridique de la place financière de Paris (HCJP), à la demande du ministère français de l'Économie et des Finances et du ministère français de la Justice (en 2021¹⁷²). Le HCJP a préconisé la création d'une société par actions simplifiée européenne (société européenne simplifiée ou *societas europaea simplicior*, SES).

Les deux propositions répondent aux caractéristiques requises du futur 28^{ème} régime et pourraient apporter une précieuse contribution à sa mise en œuvre pratique. Susceptibles d'inspirer les travaux de la Commission et des co-législateurs, elles sont présentées en détail dans l'annexe.

6.3. Outre le droit des sociétés, les dispositifs de *stock-options* sont un autre domaine dans lequel une plus grande uniformisation pourrait réduire les obstacles au développement des entreprises

Une moindre fragmentation de la fiscalité peut utilement compléter la consolidation du droit des sociétés, et le 28^{ème} régime peut y jouer un rôle. Comme l'ont indiqué plusieurs personnes auditionnées, la fragmentation de la fiscalité relative aux plans d'intéressement en actions (*stock-options* et autres formes d'actionnariat salarié) constitue un frein très concret à la croissance des *scale-ups*. Dans ce contexte, le dispositif de *stock-options* mis en place aux États-Unis est souvent décrit comme l'un des facteurs clés – et, dans les faits, essentiel – pour expliquer la croissance et la réussite des entreprises de la Silicon Valley depuis le début des années 70. Il a permis à de très jeunes entreprises désireuses d'offrir des salaires et des avantages comparables à ceux proposés dans d'autres secteurs plus matures de l'économie d'attirer et de fidéliser les meilleurs talents, en associant directement les salariés au succès à long terme de l'entreprise.

Au sein du marché unique, une entreprise européenne désirant recruter et fidéliser des talents dans plusieurs États membres n'est pas en mesure de déployer un plan d'intéressement simple et rationalisé, comme le ferait une entreprise américaine. Au lieu de cela, elle doit gérer une multitude de plans nationaux, chacun étant régi par des règles distinctes en matière de fait générateur de l'imposition, de traitement des cotisations sociales, de valorisation et de documentation. Cette situation a pour conséquence d'augmenter non seulement les coûts juridiques et administratifs supportés par l'entreprise, mais pose également une difficulté stratégique : l'entreprise n'est pas en mesure de proposer aux salariés un plan d'intéressement unique et simple à comprendre à l'échelle de l'UE. Dans un État membre, les salariés peuvent être imposés au moment de l'attribution des *stock-options*, dans un autre, au moment de leur acquisition définitive, et

¹⁷² Banque de France – Rapport sur la société européenne simplifiée (SES) – 2021 ([lien](#)).

dans un autre encore uniquement au moment de la cession des parts ; certains seront soumis à d'importantes cotisations sociales, d'autres non ; certains bénéficieront d'un régime fiscal préférentiel, tandis que d'autres seront imposés purement et simplement au taux marginal. Dans les faits, une même rémunération théorique se traduit par de fortes différences sur le plan des gains nets, obligeant les entreprises à élaborer des dispositifs de *stock-options* sophistiqués dans chaque État membre afin d'offrir des gains identiques.

Une fragmentation portant seulement sur l'impôt sur les sociétés est, jusqu'à un certain point, gérable pour les *scale-ups*. Les grandes entreprises fonctionnent déjà avec différents taux d'imposition et assiettes fiscales, ainsi que des règles de déduction fiscale spécifiques, y compris aux États-Unis où il existe d'importantes disparités entre États. À l'inverse, les plans d'actionnariat salarié ont une incidence directe sur la capacité d'une entreprise à déployer une politique d'intéressement harmonisée au-delà des frontières nationales.

Dans ce contexte, des mesures fiscales ciblées pourraient changer la donne pour les *scale-ups* européennes, sans nécessiter une harmonisation fiscale complète hors de portée. La coordination d'un petit nombre de paramètres, tels que le report de l'imposition des *stock-options* à la survenue d'un événement de liquidité, le plafonnement des cotisations sociales sur ce type d'instrument ou l'adoption d'un cadre de valorisation approuvé, pourraient grandement améliorer la cohérence entre les différents pays et, partant, lever les obstacles au développement des entreprises. Plusieurs États membres ont déjà employé de tels instruments sur leur territoire (à l'instar des BSPCE en France ou des dispositifs ciblés introduits par la loi sur le financement de l'avenir – *Zukunftsfinanzierungsgesetz* – en Allemagne), mais leur impact est dilué lorsque les groupes transfrontaliers ne bénéficient pas de principes globalement similaires sur leurs principaux marchés. Un programme européen qui se focaliserait sur l'uniformisation de certains aspects essentiels de la fiscalité des plans d'actionnariat salarié plutôt que sur l'harmonisation générale des règles d'imposition du revenu pourrait radicalement réorienter la dynamique de répartition des talents en faveur des *scale-ups* établies dans l'UE.

Dans cette optique, une convergence entre l'Allemagne et la France pourrait constituer un puissant catalyseur. Sans qu'il soit nécessaire d'aligner les taux d'imposition pour changer la donne, les deux pays pourraient plutôt s'entendre sur des paramètres clés des plans d'actionnariat salarié : des conditions d'attribution dans une large mesure similaires (critères d'éligibilité liés à l'âge de l'entreprise), une approche commune du fait générateur de l'imposition (à la cession des parts ou à la survenue d'un événement de liquidité clairement défini, plutôt qu'à l'attribution ou à l'acquisition définitive des *stock-options*) et des règles comparables pour la détermination de l'assiette fiscale (méthodes de valorisation reconnues, traitement des décotes, cotisations sociales). Certaines de ces questions sont liées au droit des sociétés. Le 28^{ème} régime pourrait favoriser l'harmonisation des dispositions relatives à l'actionnariat salarié, y compris aux *stock-options*, avec les aspects pertinents du droit des sociétés. Si la France et l'Allemagne décidaient d'agir de concert sur ces leviers, elles offriraient aux entreprises européennes un vivier de talents élargi et cohérent, grâce à un traitement prévisible et attractif de l'actionnariat salarié. Cela pourrait aussi servir de modèle à la mise en place d'une

coordination souple à l'échelle de l'UE, procurant ainsi des avantages tangibles aux *scale-ups* européennes, sans ouvrir le débat politiquement sensible d'une harmonisation générale des règles d'imposition du revenu.

7. Le soutien des besoins de financement à long terme des entreprises innovantes passe par l'amélioration des cadres juridiques actuels en matière d'introduction en bourse et de négociation

7.1. Les marchés de capitaux européens devraient offrir des conditions de financement plus attractives aux entreprises innovantes

7.1.1. Les opportunités de sortie, notamment par une introduction en bourse, sont essentielles à l'existence d'un écosystème de capital-risque dynamique

Si le sous-développement du capital-risque, en particulier en phase *late stage*, constitue l'un des principaux freins à la croissance des *scale-ups* en Europe, la capacité limitée des entreprises innovantes à offrir aux investisseurs une opportunité de sortie par une introduction en bourse représente un autre obstacle majeur à leur développement. Les opportunités de sortie, sous la forme d'introductions en bourse ou d'opérations de fusion-acquisition, sont en effet une condition essentielle à l'existence d'un marché du capital-risque dynamique, permettant aux investisseurs de réaliser des gains et de les investir dans d'autres projets : un écosystème de capital-risque dénué d'opportunités de sortie suffisantes peine à attirer de nouveaux investissements privés de grande ampleur, puisque les capitaux investis restent « bloqués » dans leurs premiers investissements.

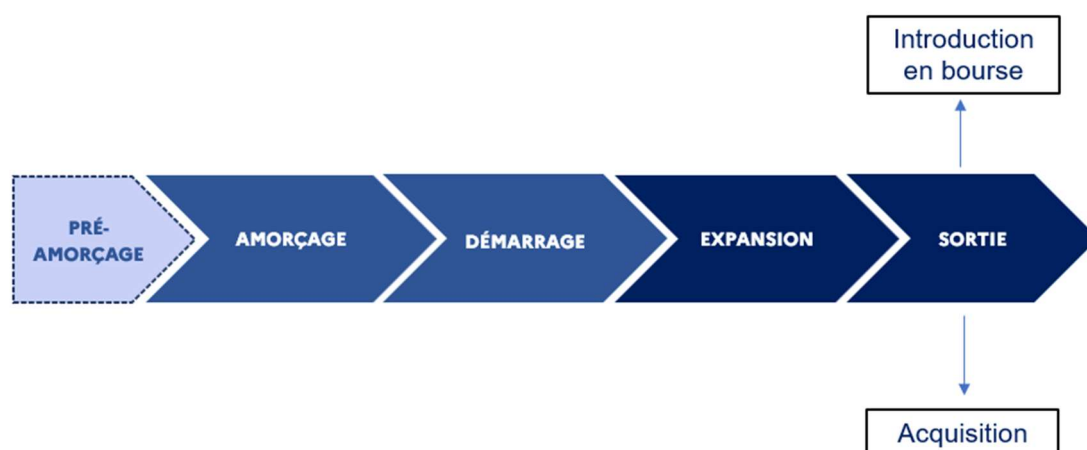


Figure 7.1 : Écosystème de financement de l'innovation

Un marché des introductions en bourse dynamique offre non seulement des opportunités de sortie aux investisseurs dans les fonds de capital-risque, mais permet également aux entreprises en phase *late stage* de poursuivre leur développement, car la cotation offre plusieurs avantages :

- **Un accès souple et régulier aux capitaux** : une fois cotées, les entreprises peuvent lever des fonds importants plus rapidement et efficacement grâce à divers instruments boursiers, notamment les émissions secondaires (émission d'actions

supplémentaires) et les obligations convertibles. Ces levées peuvent généralement être réalisées assez rapidement : en 6 à 12 semaines pour une émission secondaire traditionnelle, voire en quelques jours seulement pour une offre accélérée / un *block trade* (opération sur bloc de titres) ;

- **Une capacité accrue à conduire des acquisitions externes**, puisque les entreprises cotées peuvent utiliser leurs actions pour négocier des opérations de fusion-acquisition, ce qui leur offre davantage de souplesse que si elles s'appuyaient uniquement sur leurs réserves de trésorerie ou sur l'emprunt. L'accès rapide et souple aux capitaux que permettent les émissions secondaires, telles que décrites ci-dessus, permet aux entreprises de lever des fonds rapidement lorsque des occasions stratégiques se présentent ;
- **Un accès renforcé à l'emprunt et à des sources de financement diversifiées**, puisque les entreprises cotées bénéficient d'une visibilité, d'une transparence et d'une crédibilité accrues aux yeux des banques et des investisseurs. La cotation permet aux entreprises de se financer non seulement sur les marchés actions mais également sur les marchés des obligations d'entreprises ou des prêts syndiqués, souvent à de meilleures conditions que celles dont bénéficient les entreprises non cotées, et donc de compléter leurs financements en fonds propres et de disposer de davantage de souplesse financière.

Dans ce contexte, il semble relativement clair qu'un écosystème de capital-risque dynamique est nécessaire mais ne permet pas, à lui seul, aux entreprises innovantes de se développer efficacement et d'atteindre leur plein potentiel. L'existence de marchés actions profonds et liquides est tout aussi fondamentale, car ces marchés offrent à la fois des opportunités de sortie aux investisseurs *early stage* et un accès continu au capital et à des financements diversifiés pour soutenir la croissance, le développement et la compétitivité des entreprises sur le long terme.

7.1.2. L'Europe, cependant, connaît actuellement une forte diminution des introductions en bourse, signe du manque d'attractivité des conditions de cotation sur le continent

L'Europe est aujourd'hui confrontée à une forte diminution des introductions en bourse qui, bien qu'elle touche aussi d'autres régions, est plus prononcée dans l'UE qu'aux États-Unis, par exemple. Ce déclin lent et régulier du nombre d'introductions en bourse comme des montants levés s'observe en Europe depuis 2015, avec une exception notable en 2021, lorsque le marché mondial des introductions en bourse a connu un sursaut, lié notamment à l'abondance de liquidités alimentée par des politiques monétaires ultra-accommodantes.

Par conséquent, l'Europe représente une part de plus en plus modeste du volume mondial des introductions en bourse, avec seulement 8 % du volume mondial d'émission au premier semestre 2025¹⁷³, contre 14 % en 2024 et un tiers en 2015 (voir [figure 7.2](#)).

¹⁷³ Bloomberg – Europe's IPO Drought Has Stock Exchanges Battling for Listings – 10 juin 2025 ([lien](#)).

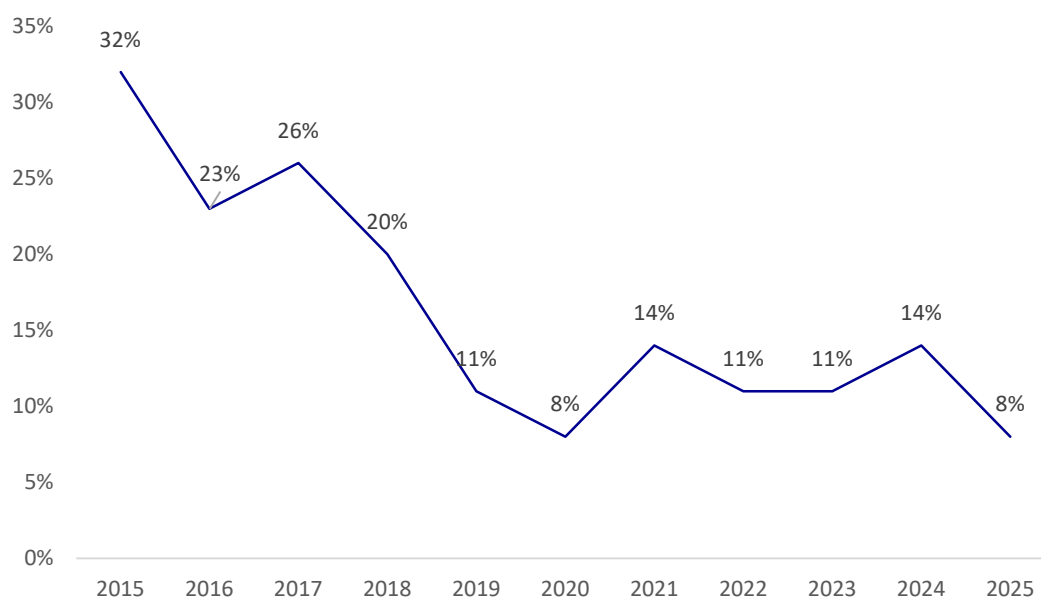


Figure 7.2 : Part de l'Europe dans le volume mondial des introductions en bourse, 2015-2025¹⁷⁴

Au cours de la même période, une importante vague de sorties de la cote a été observée, tant aux États-Unis qu'en Europe, avec une tendance néanmoins plus prononcée sur notre continent (12 000 sorties de la cote entre 2005 et 2024 en Europe, contre 5 000 aux États-Unis)¹⁷⁵.

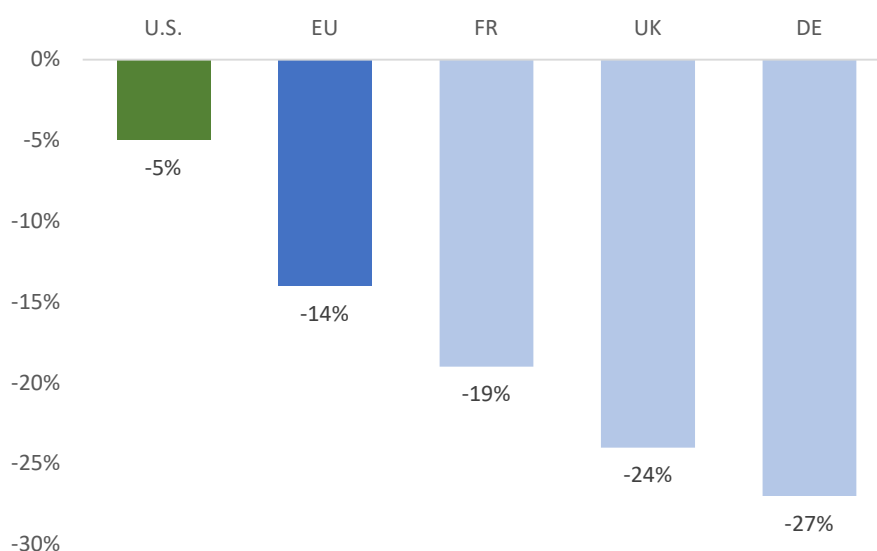


Figure 7.3 : Diminution du nombre d'entreprises nationales cotées, 2014-2024¹⁷⁶

Pour expliquer cette diminution marquée du nombre d'introductions en bourse et d'entreprises cotées en Europe au cours des dix dernières années, il convient de prendre

¹⁷⁴ *Ibid.*

¹⁷⁵ OCDE – Corporate Governance Factbook 2025 [Panorama de la gouvernance d'entreprise de l'OCDE 2025 – version française abrégée] – Octobre 2025 ([lien](#)).

¹⁷⁶ New Financial– The Future of European Equity Market Structure – Octobre 2025.

en compte plusieurs facteurs, dont certains sont communs à d'autres régions, quand d'autres semblent propres à l'Europe :

Premièrement, parmi les facteurs observés dans d'autres régions figure la **tendance des entreprises à retarder leur entrée en bourse, en raison de la forte croissance des marchés non cotés au cours des dernières décennies**. Le total des actifs privés sous gestion a presque doublé entre 2019 et le premier semestre 2024, selon des données Preqin compilées par McKinsey (voir [figure 7.4](#)).

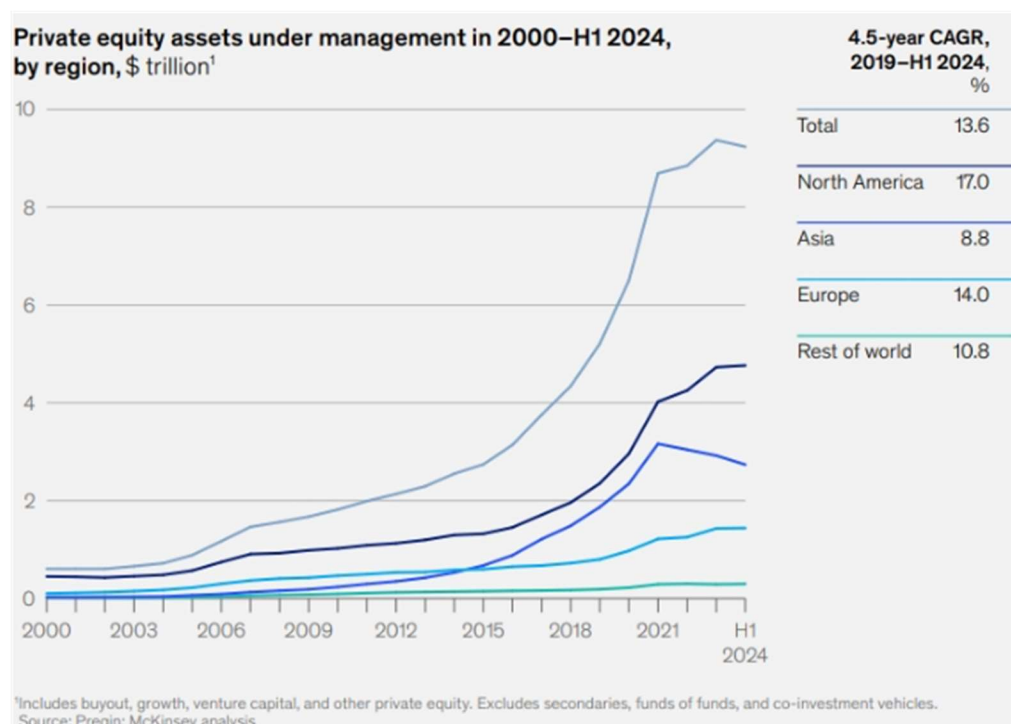


Figure 7.4 : Actifs non cotés sous gestion, par région, 2000-S1 2024¹⁷⁷

Cette augmentation de la disponibilité du financement non coté à l'échelle mondiale a permis aux entreprises de lever des montants considérables sans être cotées, réduisant ainsi pour elles l'urgence à s'introduire en bourse. Puisque le financement non coté permet le maintien obligations réduites en matière d'information financière et de gouvernance, de nombreuses entreprises ont choisi de retarder leur entrée en bourse et de plutôt tirer parti des opportunités de financement offerte par les investisseurs privés.

La réalisation d'introduction en bourse n'étant pas *a priori* une fin en soi, la hausse des encours investis en non coté pourrait, en théorie, être vue comme bénéfique puisqu'elle met à disposition d'entreprises souvent moins matures des instruments de financement supplémentaires, et leur offre donc davantage de souplesse et un accès à des capitaux patients. Cependant, les fonds américains de capital-investissement, en particulier les acteurs du capital-risque, ont les poches beaucoup plus profondes que leurs homologues européens et sont souvent capables de déployer des capitaux considérables en Europe ; par conséquent, cette tendance à la hausse du capital-investissement principalement

¹⁷⁷ McKinsey – Braced for shifting weather: McKinsey Global Private Markets Report 2025– Mai 2025 ([lien](#)).

américain ne bénéficie pas nécessairement à la création de valeur à long terme sur notre continent, comme nous l’avons vu dans le chapitre 2 de ce rapport.

Deuxièmement, le contexte économique et géopolitique mondial, marqué par des incertitudes grandissantes, a aussi pesé lourdement sur le dynamisme des nouvelles cotations en Europe et dans d’autres parties du monde. Les chocs successifs survenus ces dix dernières années, notamment les tensions commerciales, la pandémie de Covid-19, ainsi que la guerre en Ukraine, ont rendu les marchés plus volatils et sont devenus des sources majeures d’incertitude, tant pour les émetteurs que pour les investisseurs. Or les introductions en bourse nécessitent une phase de préparation relativement longue, durant laquelle les émetteurs doivent fixer les paramètres clés de l’opération, notamment son prix, et sont donc particulièrement sensibles à l’instabilité des conditions de marché. L’activité de cotation a atteint un niveau particulièrement bas en Europe en 2025, avec seulement 47 opérations sur les neuf premiers mois de l’année contre une moyenne de 160 sur 20 ans¹⁷⁸, ce qui semble indiquer que la région est particulièrement exposée aux tensions géopolitiques actuelles.

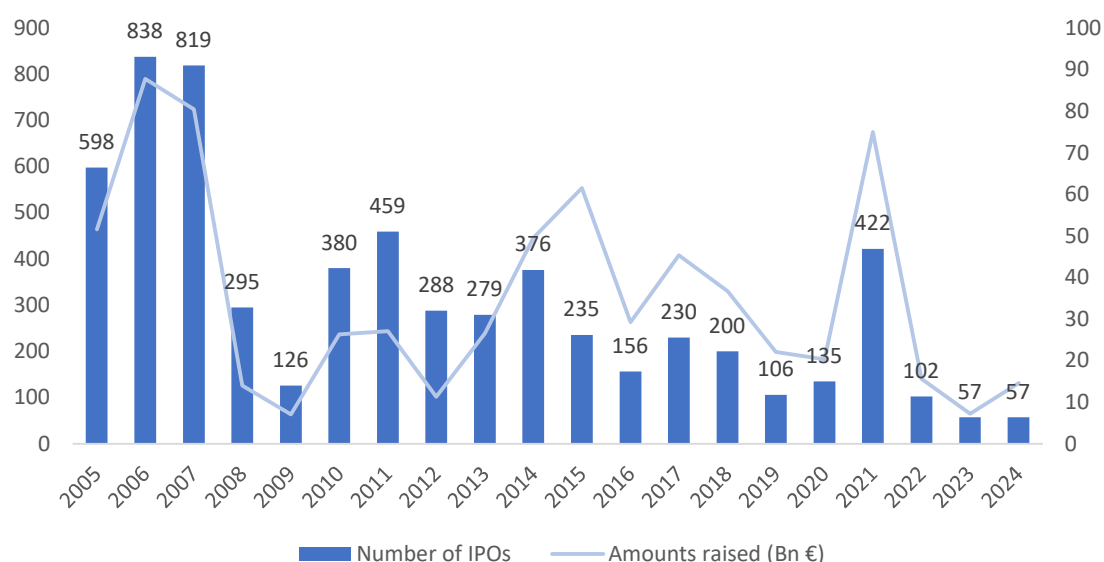


Figure 7.5 : Évolution du nombre d’introductions en bourse et des montants levés en Europe ¹⁷⁹

Troisièmement, les conditions d’introduction en bourse relativement peu attractives en Europe, notamment du point de vue de la valorisation, semblent avoir aggravé le problème, comme le reflète l’augmentation de l’écart de valorisation entre les marchés actions aux États-Unis et en Europe ces dernières années, qui a renchéri le coût du capital sur notre continent. Selon une estimation de l’agence Bloomberg, le ratio *price-earnings* (PER) aux États-Unis, après ajustement pour refléter la composition sectorielle différente de l’indice S&P 500, reste 27 % plus élevé qu’en Europe (voir [figure 7.6](#)). Au-delà des facteurs économiques, les auditions ont montré que les introductions en bourse aux États-

¹⁷⁸ Bloomberg – European IPO drought nears 20-year low – Novembre 2025 ([lien](#)).

¹⁷⁹ D’après les rapports annuels de PwC sur les introductions en bourse.

Unis sont simplement plus attractives et sont utilisées dans un souci de réputation par les fonds de capital-risque qui cherchent une opportunité de sortie.

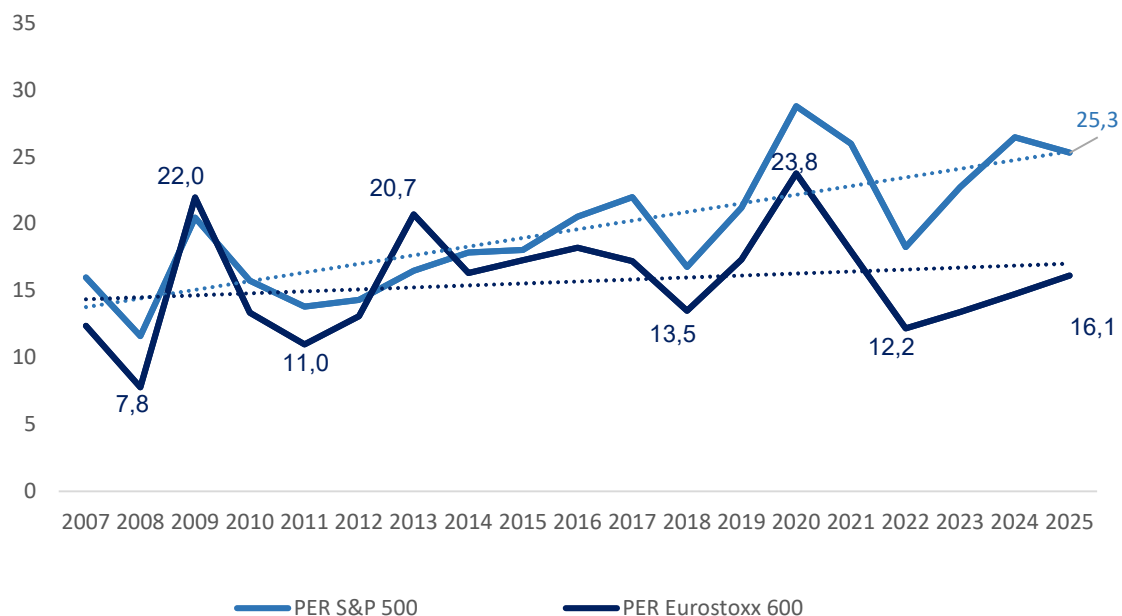


Figure 7.6 : Price-Earnings Ratio, S&P 500 vs Stoxx Europe 600¹⁸⁰

7.1.3. Dans ce contexte, un nombre croissant d'entreprises se tournent vers les États-Unis pour entrer en bourse, allant parfois jusqu'à y délocaliser leur siège

Les conditions de cotation relativement peu attractives décrites plus haut ont, ces dix dernières années, conduit plusieurs *scale-ups* européennes, comme Spotify, BioNTech ou Klarna, à s'introduire en bourse en dehors de l'UE.

Malheureusement, cette tendance ne se limite pas à quelques cas très médiatisés, puisque près d'un tiers des entreprises de l'UE valorisées entre 500 millions et 10 milliards de dollars qui sont entrées en bourse entre 2013 et 2023 ont choisi de le faire aux États-Unis (voir [figure 7.7](#)).

¹⁸⁰ Bloomberg – European IPO drought nears 20-year low – Novembre 2025 ([lien](#)).

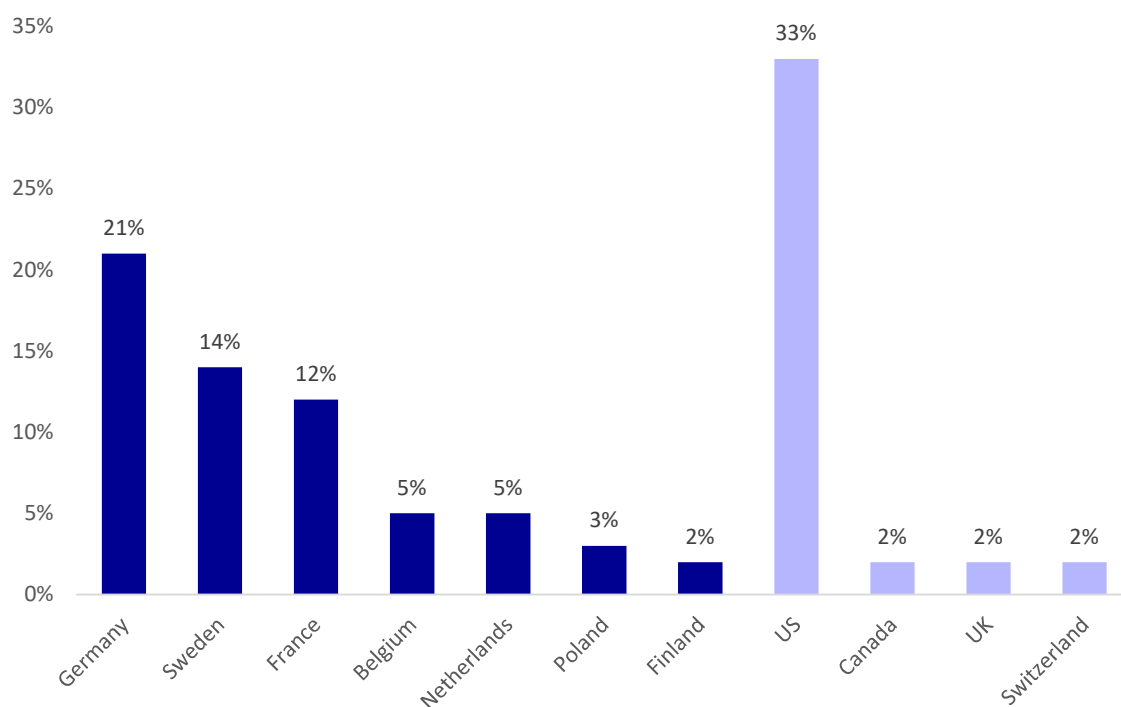


Figure 7.7 : Lieu de l'introduction en bourse des *scale-ups* européennes¹⁸¹

Si les vagues d'entrée en bourse d'entreprises européennes aux États-Unis ne se traduisaient que par des possibilités de financement accrues, sans modifier leur gouvernance ou leur activité, on pourrait théoriquement considérer que l'impact de l'entrée en bourse sur ces entreprises est neutre et ne fait qu'élargir leurs possibilités de financement.

Cependant, dans la pratique, il est fréquent que ces introductions en bourse entraînent un transfert progressif des fonctions stratégiques vers les États-Unis, voire une délocalisation complète de l'entreprise outre-Atlantique, avec un transfert du siège social et des fonctions de direction (voir [figure 7.8](#)). Ce phénomène est bien illustré dans le rapport Draghi, qui estime qu'à ce jour, près de 30 % de l'ensemble des licornes européennes ont délocalisé leur siège social aux États-Unis.

Cela pose un problème économique plus large : bien que la délocalisation à l'étranger puisse être, ou paraître, optimale pour les investisseurs et les entreprises, elle entraîne une fuite des cerveaux qui nuit au développement économique de l'UE. En outre, elle diminue les externalités positives des *scale-ups* sur les autres entreprises de l'écosystème. Le fait d'accorder un soutien économique, par exemple au moyen d'initiatives publiques telles que les initiatives WIN et Tibi, ou des financements publics directs, à des entreprises en croissance qui finissent par se délocaliser à l'étranger pourrait également être vu comme une allocation inefficace des ressources, puisque la croissance économique, les emplois, l'innovation et les recettes fiscales bénéficient à un autre pays.

¹⁸¹ BEI – The scale-up gap – Financial market constraints holding back innovative firms in the European Union – Juin 2024 ([lien](#)).

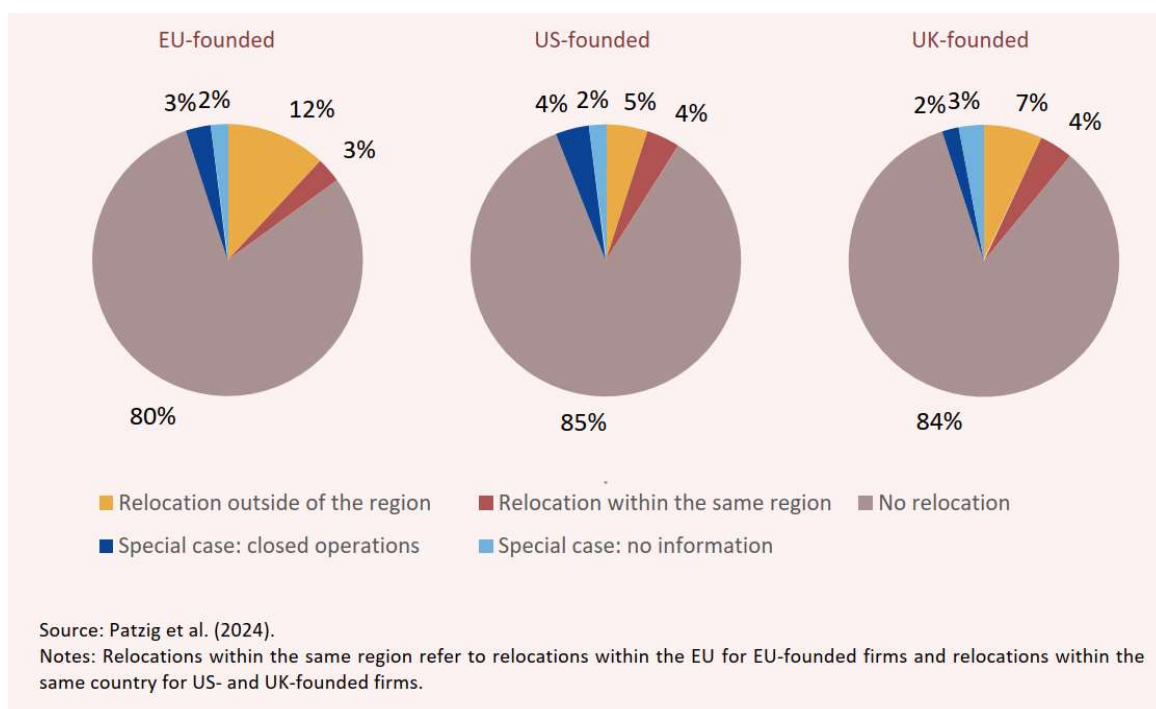


Figure 7.8 : Fréquence de délocalisation selon la région de création de l'entreprise¹⁸²

En outre, les personnes auditionnées ont généralement estimé que les introductions en bourse à l'étranger n'avaient de sens pour les émetteurs que dans des circonstances très particulières, le critère déterminant étant que l'entreprise bénéficie déjà d'une présence commerciale solide sur le marché cible.

À l'inverse, les entreprises désireuses de gagner en prestige ou en valorisation mais qui ne tiennent pas compte de l'intérêt limité des investisseurs étrangers (en particulier américains) pour les introductions en bourse d'entreprises étrangères de taille moyenne enregistrent presque systématiquement des résultats décevants, du fait d'un manque de liquidité et d'une faible couverture par les analystes.

Selon une étude Euronext de 2024, les émetteurs européens nouvellement cotés aux États-Unis entre 2018 et 2023 ont vu le cours de leurs actions baisser de 17 % en moyenne au bout d'un an, contre une hausse de 8 % pour les entreprises européennes qui avaient décidé de s'introduire sur Euronext sur la même période.

¹⁸² BEI – The scale-up gap – Financial market constraints holding back innovative firms in the European Union - Juin 2024 ([lien](#)).

7.2. Si l'urgence est d'étoffer la base d'investisseurs de long terme pour redynamiser l'activité des introductions en bourse, des mesures devraient être prises dans plusieurs domaines pour renforcer l'attractivité de la cotation dans l'UE

7.2.1. Les disparités réglementaires injustifiées entre entreprises cotées et non cotées devraient être résorbées

Premièrement, il convient de souligner que, si certains aspects réglementaires liés à l'accès aux marchés cotés sont désignés depuis longtemps comme des obstacles ou des freins potentiels aux introductions en bourse, de nombreuses mesures ont été prises ces dernières années pour résoudre ce problème. Des mesures ont été mises en œuvre pour soutenir les marchés cotés, simplifier les dispositions en matière d'information financière et réduire le coût des introductions en bourse. Cet accent mis sur l'amélioration de l'attractivité des marchés cotés de l'UE s'est dans un premier temps concrétisé par la création des marchés de croissance des PME dans le cadre de la directive MIF 2. Ces efforts ont été poursuivis en 2019, puis renforcés par l'adoption du « Listing Act » fin 2024. Ce paquet législatif représente un véritable pas en avant : il allège considérablement les exigences applicables aux introductions en bourse en élargissant les exemptions de prospectus, en simplifiant les obligations d'information, et en introduisant des mesures pour renforcer la couverture des entreprises cotées par les analystes en recherche actions, notamment celles de petite et moyenne capitalisation boursière, soutenant ainsi leur visibilité et leur accès aux marchés de capitaux.

Ces mesures ont été complétées par des initiatives nationales destinées à renforcer l'attractivité des marchés cotés. En France, la loi Attractivité a introduit des mesures facilitant les introductions en bourse, en établissant notamment le nouveau régime des actions à droit de vote multiple, plus attractif pour les émetteurs, et en simplifiant considérablement les procédures d'augmentation de capital des entreprises cotées. De même, dans la loi sur le financement de l'avenir (Zukunftsfinanzierungsgesetz), l'Allemagne a introduit des actions à droit de vote multiple pour ses sociétés par actions.

Dans d'autres États membres, des mesures ciblées ont également été mises en œuvre pour favoriser les introductions en bourse : l'Italie, par exemple, a introduit un « bonus IPO » qui encourage les entreprises à lever des capitaux sur les marchés et réduit le coût net d'une introduction en bourse. Ces initiatives nationales complètent le cadre européen en levant certains obstacles nationaux et en accordant des incitations à la fois financières et opérationnelles aux entreprises qui choisissent de faire appel aux capitaux boursiers.

Cependant, pour de nombreuses entreprises en croissance, la charge réglementaire et la complexité liées à une entrée en bourse dans l'UE sont encore perçues comme dissuasives. En particulier, au fil du temps, les entreprises cotées se sont vues imposer des obligations supplémentaires, même si celles-ci ne sont pas intrinsèquement liées à leur statut d'entreprise cotée en bourse. Ces accumulations d'exigences supplémentaires ont

creusé l'écart de charge réglementaire entre entreprises cotées et non cotées, sans justification claire, ce qui rend l'entrée en bourse disproportionnellement coûteuse pour les *scale-ups*.

Initialement, les nouvelles exigences d'informations en matière de durabilité, en particulier celles introduites par la directive européenne relative à la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises (CSRD), faisaient peser des exigences disproportionnées sur les entreprises cotées – notamment, dans la proposition originale, sur les PME cotées – tout en exemptant les PME non cotées de taille comparable.

Cette distinction a engendré une asymétrie réglementaire sans réelle justification : l'impact d'une entreprise en matière de durabilité et la nécessité de publier des informations à ce sujet ne sont pas intrinsèquement liés à son statut d'entreprise cotée ou non cotée.

Depuis, le champ d'application de la directive CSRD a été modifié, et la distinction entre entreprises cotées et non cotées a été supprimée. Cependant, les obligations de publication d'informations sur les impacts environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) qui s'appliquaient initialement aux seules PME cotées ont temporairement creusé l'écart réglementaire entre marchés cotés et non cotés. Cette asymétrie réglementaire, fondée sur le postulat d'un lien intrinsèque entre l'obligation de publier des informations en matière de durabilité et le statut d'entreprise cotée, n'était pas clairement justifiée. Elle tendait également, du moins jusqu'à la révision de la directive CSRD, à décourager les entreprises qui envisageaient de s'introduire en bourse. Depuis, les modifications introduites par la directive Omnibus ont cependant restreint le champ d'application de la directive de manière à exclure la totalité des PME, qu'elles soient cotées ou non. Désormais, les entreprises cotées et non cotées doivent se conformer aux mêmes obligations de publication d'informations ESG.

Sur le plan de la gouvernance, les mécanismes s'appliquant uniquement aux entreprises cotées renforcent la transparence et l'engagement des actionnaires, mais engendrent également des contraintes supplémentaires sur les plans opérationnel et réputationnel.

En ciblant uniquement les entreprises cotées, ces obligations creusent l'écart entre entreprises cotées et non cotées et peuvent décourager les PME et les entreprises à moyenne capitalisation qui envisageraient de s'introduire en bourse.

Dans ce contexte, il serait utile de passer en revue de manière exhaustive l'ensemble des disparités réglementaires entre entreprises cotées et non cotées, afin d'identifier les obligations applicables uniquement aux entreprises cotées qui ne sont en rien justifiées par ce statut. En outre, il conviendrait d'éviter de créer des disparités de cette nature dans toute future réglementation européenne.

7.2.2. Les exigences réglementaires liées à la cotation des entreprises devraient être encore allégées par la création d'un dispositif d'aide aux introductions en bourse

Les exigences réglementaires, la complexité et les coûts élevés sont les principaux facteurs qui dissuadent les *scale-ups* de s'introduire en bourse dans l'UE. Si certaines exigences sont justifiées pour les grandes entreprises cotées, elles peuvent se révéler excessives pour les jeunes entreprises à forte croissance au cours de leurs premières années de cotation.

L'un des mécanismes qui pourrait améliorer l'accès des *scale-ups* européennes aux marchés de capitaux consisterait à mettre en place un dispositif d'aide aux introductions en bourse (« *IPO on-ramp* ») prévoyant des cas d'exemption ou d'allègement des règles considérées comme particulièrement coûteuses pour ces entreprises. En incluant une période transitoire ne pouvant excéder cinq ans, il serait possible d'alléger la charge réglementaire liée à l'entrée des *scale-ups* sur les marchés réglementés.

À l'issue de cette période transitoire, le régime normal s'appliquerait, garantissant la protection des investisseurs et l'intégrité du marché. Ce régime transitoire permettrait aux *scale-ups* de se familiariser avec l'ensemble des exigences de conformité, d'encourager la croissance et d'améliorer la confiance des investisseurs, sans sacrifier les règles de marché sur le long terme.

En ce qui concerne la mise en œuvre d'un tel dispositif, de précieux enseignements peuvent être tirés du *Jumpstart Our Business Startups (JOBS) Act*. Cette loi américaine a instauré un dispositif d'aide aux introductions en bourse destiné aux entreprises ayant le statut d'*emerging growth companies* (entreprises émergentes en croissance, EGC), en les exemptant, pour une durée ne pouvant excéder cinq ans, de certaines contraintes réglementaires clés portant notamment sur la rémunération des dirigeants, les normes comptables, les règles en matière d'audit et la publication d'informations par le conseil d'administration. Bien que son objectif ait été d'améliorer l'accès des entreprises en croissance aux marchés de capitaux, certaines études ont montré qu'en dépit d'un rebond initial du nombre d'introductions en bourse, le *JOBS Act* n'a pas entraîné de hausse durable des cotations. En outre, des analyses d'impact de la loi ont mis au jour un renchérissement des coûts indirects d'une introduction en bourse, lié à la réduction des obligations en matière de publication d'informations, qui semble avoir eu des incidences négatives sur la capacité à lever des capitaux et la liquidité du marché. Par conséquent, une déréglementation trop importante pourrait avoir des effets délétères sur les entreprises à forte croissance.

Le maintien d'un niveau élevé d'intégrité du marché et de protection des investisseurs devrait donc rester une priorité. Les exemptions prévues par un tel dispositif d'aide aux introductions en bourse devraient être limitées aux exigences réputées les plus coûteuses et les moins essentielles à la protection des investisseurs, de manière à trouver un équilibre

entre intégrité du marché et innovation. Un tel dispositif pourrait comporter les mesures suivantes :

- **La possibilité de procéder à des émissions secondaires sans avoir à publier de prospectus, jusqu'à hauteur de 50 % du capital préalablement émis.** Les premières modifications en la matière ont déjà été apportées par le « Listing Act » : le seuil actuel applicable aux émissions secondaires de titres sur un marché réglementé ou un marché de croissance des PME, sans avoir à publier de prospectus, a été relevé, passant de 20 % à 30 % des volumes déjà admis à la négociation sur le même marché. Au Royaume-Uni, depuis le 19 janvier 2026, le seuil pour la publication d'un prospectus en cas d'émission secondaire est passé de 20 % à 75 % des volumes déjà admis à la négociation sur le même marché ;
- **La mise en place d'une liste d'événements imposant la publication d'informations privilégiées.** Comme aux États-Unis, les obligations de publication d'informations spécifiques liées à certains événements pourraient être limitées à une liste fermée d'événements, tels qu'un changement de dirigeants ou certains événements financiers. La liste prévue à l'article 17, paragraphe 2, point a), du règlement n° 596/2014 sur les abus de marché (le règlement Abus de marché, MAR) pourrait servir d'exemple à cet égard ;
- **La restriction des obligations relatives aux listes d'initiés aux seuls initiés permanents.** Si les émetteurs sont généralement tenus d'établir une liste d'initiés conformément aux dispositions de l'article 18 du MAR, ceux dont les instruments financiers sont admis à la négociation sur un marché de croissance des PME peuvent d'ores et déjà limiter leur liste aux personnes disposant d'un accès régulier à des informations privilégiées. Ce point figurait dans la proposition de « Listing Act » de la Commission mais n'a pas été retenu dans le texte final.

Globalement, il serait tout à fait possible de mettre en place un dispositif d'aide aux introductions en bourse permettant aux *scale-ups* d'accéder aux marchés réglementés de façon proportionnée et efficiente. Contrairement aux marchés de croissance des PME mis en place par la directive MIF 2, qui proposent une réglementation allégée pour ces plates-formes de négociation, le dispositif d'aide aux introductions en bourse serait accessible aux entreprises souhaitant s'introduire sur les marchés réglementés, ce qui leur donnerait accès à des bassins de capitaux plus profonds et leur permettrait de cibler plus particulièrement les investisseurs institutionnels.

7.2.3. La recherche actions, en particulier sur les PME, a connu un déclin rapide dans l'UE ces dernières années, mais pourrait être redynamisée à l'aide d'une plateforme numérique de recherche paneuropéenne

L'écosystème des *scale-ups* européennes souffre de désavantages structurels en matière de couverture par la recherche actions, ce qui limite la capacité à lever des capitaux et l'efficacité du marché. Si les entreprises à grande capitalisation sont généralement bien

couvertes par les analystes, celles à petite capitalisation pâtissent d’une recherche actions insuffisante (voir [figure 7.9](#)).

Ce déficit est particulièrement problématique, puisqu’il est généralement reconnu qu’une recherche plus abondante et de meilleure qualité permet une formation des prix plus efficace, ce qui attire davantage d’investisseurs et contribue, *in fine*, à augmenter la liquidité d’un marché. Une faible couverture, au contraire, est directement corrélée à une moindre liquidité, à des écarts plus importants entre cours vendeur et acheteur, ainsi qu’à une attractivité plus faible auprès des investisseurs institutionnels.

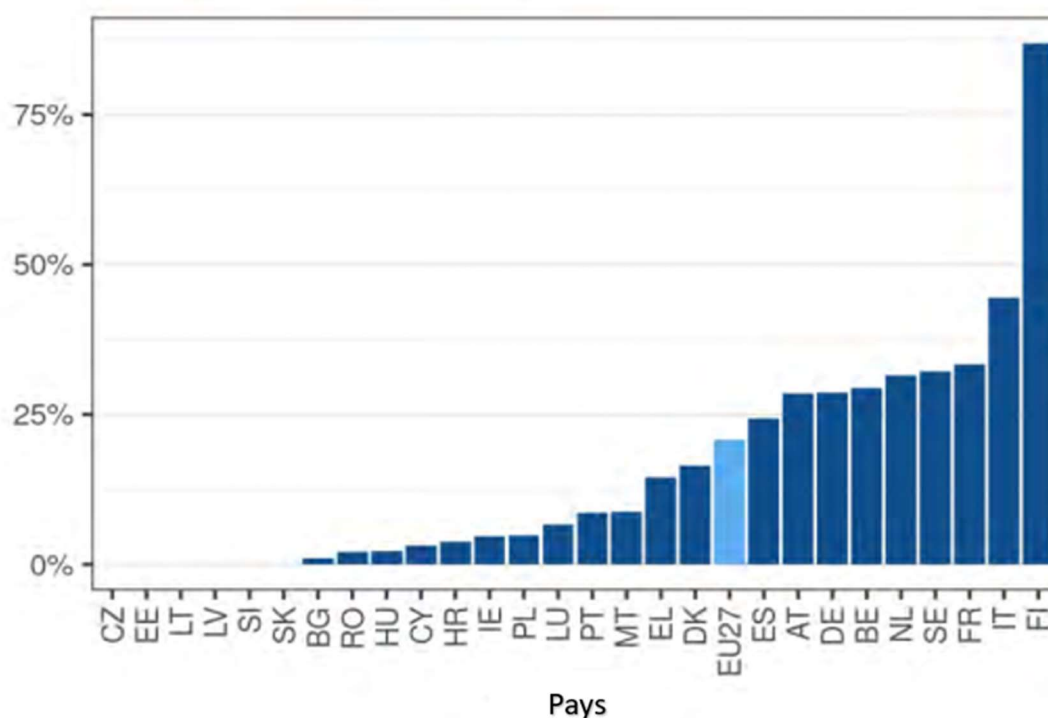


Figure 7.9 : Part des PME cotées couvertes par les analystes ¹⁸³

Si, avant l’adoption de la directive MIF 2, le niveau de couverture par les analystes des entreprises à petite et moyenne capitalisation en Europe était généralement considéré comme satisfaisant, en dépit d’une baisse amorcée, le découplage entre les frais de recherche actions et les frais d’exécution des ordres (*unbundling*) instauré par la directive a radicalement transformé le modèle économique de cette recherche. En imposant aux gestionnaires d’actifs de payer explicitement et séparément les services de recherche plutôt que de les regrouper avec les frais d’exécution des ordres, la directive MIF 2 a réduit les subventions croisées implicites qui permettaient auparavant de financer la couverture des valeurs moins liquides ou plus confidentielles.

¹⁸³ Commission européenne – Monitoring progress towards a Capital Markets Union: a toolkit of indicators – Septembre 2025 ([lien](#)).

Les budgets de la recherche actions se sont de ce fait considérablement érodés, subissant une baisse moyenne de l'ordre de 20 % à 30 % entre 2017 et 2019¹⁸⁴, ce qui a conduit les courtiers à privilégier les émetteurs à grande capitalisation bénéficiant d'un volume de transactions plus important et d'un potentiel de rendement plus prévisible.

Cet effet négatif de la directive MIF 2 sur la recherche actions ayant été largement reconnu, la directive dite « MIF 2 Quick Fix », adoptée en 2021, a réintroduit la possibilité de facturation conjointe des services de recherche et d'exécution pour les entreprises ayant une capitalisation boursière inférieure à 1 milliard d'euros, puis le « Listing Act » a réinstauré la règle antérieure à MIF 2 en autorisant à nouveau intégralement la facturation conjointe.

En outre, le « Listing Act » a introduit un cadre spécifique prévoyant la possibilité de recourir à la recherche sponsorisée (mécanisme par lequel des prestataires de services de recherche indépendants produisent des analyses financées par les émetteurs eux-mêmes), tout en respectant des exigences accrues de transparence, de publication d'informations et d'indépendance pour minimiser les conflits d'intérêts et préserver la crédibilité de la recherche.

Le fait d'autoriser les émetteurs à financer ce type de recherche et à mettre les résultats à la disposition du public gratuitement *via* le point d'accès unique européen (ESAP) rendrait la recherche sponsorisée plus visible. Cependant, les modifications introduites par le seul « Listing Act » pourraient se révéler insuffisantes pour améliorer véritablement la disponibilité et la qualité de la recherche actions sur les PME dans l'UE.

En effet, le découplage a eu des effets significatifs sur la qualité et la disponibilité de la recherche sur les valeurs de petite et moyenne capitalisation, car de nombreuses entreprises « *sell-side* » (acteurs de l'offre) ont resserré leurs équipes d'analystes pour s'adapter à la baisse de la demande, affaiblissant ainsi durablement l'écosystème de la recherche actions.

En outre, le découplage s'est accompagné d'une réduction importante des frais d'exécution et des marges des courtiers : si les investisseurs peuvent s'en féliciter, il semble en revanche peu probable que les courtiers puissent augmenter à nouveau leurs tarifs à l'avenir pour financer indirectement la recherche sur les valeurs de petite et moyenne capitalisation qu'ils diffusaient.

Dans ce contexte, la création d'une plate-forme paneuropéenne de recherche pourrait aider à redynamiser le marché de la recherche actions. Une telle infrastructure pourrait en effet accroître la production et la diffusion de la recherche. Le rapport Kent sur la recherche actions au Royaume-Uni¹⁸⁵ propose un modèle qui pourrait être adapté aux besoins de l'UE. Conçue comme un guichet unique permettant de promouvoir et diffuser la recherche,

¹⁸⁴ Commission européenne – The impact of MiFID II on SME and fixed income investment research – Avril 2020 ([lien](#)).

¹⁸⁵ Rachel Kent – UK Investment Research Review – Juillet 2023 ([lien](#)).

d'identifier les entreprises « *sell-side* », ainsi que de donner accès à des informations financières et ESG publiques, cette plate-forme pourrait contribuer à améliorer la disponibilité de la recherche actions à l'échelle européenne en général, et plus particulièrement pour les entreprises en croissance.

Une telle plate-forme pourrait remplir différentes fonctions :

- Une fonction de base pourrait consister à aider dans un premier temps les investisseurs à identifier les prestataires de recherche pour une entreprise européenne donnée (*sell-side*) ;
- Une fonction plus avancée pourrait consister à proposer aux gestionnaires d'actifs et autres entreprises « *buy-side* » (les clients de l'offre) un accès payant « à la demande » aux documents de recherche portant sur une entreprise donnée.

De cette manière, les entreprises « *buy-side* » bénéficieraient d'un accès beaucoup plus large qu'aujourd'hui à la recherche sur les émetteurs européens, en particulier les PME. En effet, les entreprises « *buy-side* » sont actuellement obligées, le plus souvent, de s'abonner au flux de recherche intégral d'un prestataire donné – la plupart du temps, une banque « *sell-side* » – si elles veulent accéder aux analyses sur une entreprise qui n'est pas couverte par les services auxquels elles sont déjà abonnées.

Si les avantages d'une telle plate-forme sont évidents pour les consommateurs de recherche et les émetteurs couverts, sa conception devrait aussi tenir compte des intérêts économiques des prestataires de recherche. Premièrement, les tarifs devraient refléter un juste équilibre entre les intérêts des prestataires et des consommateurs de recherche, tout en restant fondés sur les lois du marché. Deuxièmement, le modèle adopté devrait lui permettre de rester compatible avec le système d'abonnement actuel, en veillant à ce que ce dernier conserve un rôle central dans la diffusion de la recherche.

Idéalement, il conviendrait de créer une interconnexion entre le point d'accès unique européen (ESAP) et cette plate-forme de recherche, de préférence sous la forme d'une plate-forme globale. La création en cours d'ESAP est une étape importante vers davantage d'innovation numérique et de transparence, qui devrait favoriser une intégration renforcée et une efficacité accrue des marchés financiers. ESAP offrira un accès centralisé à des informations normalisées sur les émetteurs de l'UE, ce qui permettra aux investisseurs de consulter et de comparer ces informations. L'interconnexion d'une plate-forme paneuropéenne de recherche avec ESAP permettrait de proposer une plate-forme centralisée encore plus complète pour accéder à des informations sur les titres européens et leurs émetteurs.

7.3. L'UE doit non seulement renforcer l'attractivité de la cotation, mais aussi favoriser une intégration renforcée et une liquidité accrue sur ses plateformes

7.3.1. La fragmentation des plates-formes de cotation et de négociation au sein de l'UE et ses conséquences sur le financement des *scale-ups*

Un tableau ambivalent se dégage des auditions menées s'agissant du problème de la fragmentation des plates-formes de cotation et de négociation. Si la concurrence entre les marchés réglementés et d'autres infrastructures d'exécution des ordres au sein de l'UE, avec plus de 30 plates-formes de cotation différentes, plus de 200 plates-formes de négociation et plus de 40 internalisateurs systématiques dans les États membres, engendre une pression à la baisse bienvenue sur les coûts de négociation, elle signifie également que les introductions en bourse sont réparties sur un grand nombre de plates-formes de cotation, ce qui réduit la visibilité des nouvelles cotations et disperse l'attention des investisseurs.

Outre la multiplicité des plates-formes de cotation, qui n'est pas un phénomène nouveau, on observe cette dernière décennie une évolution du paysage de la négociation d'actions en Europe, avec une diminution constante de la part de marché des plates-formes primaires (*lit*) (c'est-à-dire les bourses traditionnelles), qui est passée de 38 % en 2020 à 30 % en 2026 selon Oliver Wyman¹⁸⁶, et 31 % selon New Financial¹⁸⁷. Si l'on peut se féliciter de la baisse des coûts de négociation explicites et implicites observée parallèlement à l'accroissement de la concurrence entre les différents types de plates-formes de négociation, le changement dans la liquidité qui en découle a également suscité des inquiétudes quant aux conséquences d'une diminution de la transparence pré- et post-négociation, et aux effets sur l'égalité d'accès aux données de marché et la formation des prix.

La révision en 2024 du règlement MiFIR (règlement concernant les marchés d'instruments financiers) visait à garantir des conditions de concurrence équitables entre les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation (SMN), les marchés de gré à gré et les internalisateurs systématiques. Elle comporte plusieurs mesures visant à renforcer la transparence entre les différents types de plates-formes d'exécution des ordres. En particulier, les internalisateurs systématiques, généralement de grandes institutions financières telles que des banques et des courtiers qui négocient fréquemment hors bourse des instruments financiers, sont soumis à des obligations d'information et de transparence pré- et post-négociation plus strictes.

¹⁸⁶ Oliver Wyman – The Liquidity Matrix - Addressing fragmentation in European equity markets – Juillet 2025 ([lien](#)).

¹⁸⁷ New Financial – The Future of European Equity Market Structure – Octobre 2025.

Toutefois, afin de garantir des conditions de concurrence équitables entre les transactions sur les marchés réglementés et les transactions hors marché, d'autres mesures pourraient être envisagées.

En particulier, il conviendrait de clarifier le traitement réglementaire des enchères périodiques, l'une des modalités de la négociation hors marché, notamment en les soumettant au régime de pas de cotation (*tick-size regime*) qui permettrait d'harmoniser un peu plus les conditions imposées aux plates-formes primaires et aux systèmes multilatéraux de négociation. En outre, le système excessivement complexe d'exemptions aux obligations de transparence (régime de dérogations) dont bénéficient principalement les transactions hors marché devrait également être révisé.

7.3.2. Renforcer la position des places de marché européennes sur les marchés de capitaux mondiaux

Les auditions n'ont pas permis de trancher la question de savoir si une bourse ou une plate-forme de cotation centrale paneuropéenne pourrait contribuer de manière notable à enrayer la tendance à la cotation en dehors de l'UE. Aux États-Unis, il est incontestable que les entreprises ont toujours le choix entre plusieurs plates-formes de négociation pour entrer en bourse et cette concurrence permet de maîtriser les coûts. Par conséquent, une telle concentration des plates-formes au sein de l'UE ne devrait jamais se faire au détriment des avantages que la concurrence présente pour les investisseurs, en particulier la réduction des coûts de négociation.

Néanmoins, en raison de la concurrence au sein de l'UE, il semble que la concentration ou la spécialisation des plates-formes de cotation et de négociation ne soit pas suffisante pour obtenir une liquidité suffisante. La création de plates-formes paneuropéennes peut générer des avantages substantiels, en particulier pour les *scale-ups*, mais également pour l'UE dans son ensemble. Si la concentration de la liquidité au sein de l'UE représentait l'avantage le plus décisif, l'attractivité pour les capitaux internationaux constituerait un second avantage majeur. De plus, les économies d'échelle qu'une telle infrastructure de marché paneuropéenne engendrerait des gains directs et significatifs. Une telle plateforme paneuropéenne pourrait donc accroître la compétitivité du continent sur plusieurs plans. Si la parité avec les grands marchés internationaux, par exemple les États-Unis, ne peut être atteinte du jour au lendemain, sa création pourrait constituer une première étape importante.

Les facteurs de succès de la mise en œuvre d'une bourse ou d'une plate-forme de cotation paneuropéenne seraient les suivants :

En premier lieu, toute concentration ou consolidation doit être fondamentalement guidée par le marché. La création de plates-formes paneuropéennes fondée sur une consolidation des opérateurs de marché européens devrait découler, non pas d'exigences réglementaires, mais plutôt de motivations économiques rationnelles des participants de marché, telles que la volonté de réaliser des économies d'échelle, de réduire les coûts liés à la fragmentation du post-marché et d'élargir la base de leurs investisseurs. Les plates-

formes de cotation et de négociation sont exploitées par des entreprises commerciales sur un marché concurrentiel, qui sont guidées principalement par des considérations économiques. Par conséquent, les motifs économiques de consolidation sur le marché doivent toujours être solides.

En second lieu, le droit de la concurrence en vigueur et le cadre actuel de contrôle des concentrations devraient faciliter une telle concentration et, si les participants de marché en décident ainsi, une consolidation du marché. Le cadre juridique de contrôle des concentrations devrait tenir compte des gains d'efficacité potentiels de l'infrastructure, des possibilités de financement des *scale-ups* européennes et, en particulier, de la compétitivité de l'UE au niveau international.

7.3.3. La création d'un Marché européen de l'innovation pourrait faciliter la concentration des capitaux disponibles sur un segment de cotation orienté vers les entreprises en croissance

La mise en place d'une plate-forme de cotation paneuropéenne pourrait être poursuivie au moyen d'une consolidation des opérateurs de marché européens et être facilitée par la mise en œuvre du paquet législatif sur l'intégration des marchés et la supervision ; toutefois, à ce stade, le succès de cette stratégie est encore incertain.

Après les deux plans d'actions adoptés dans le cadre du projet d'union des marchés des capitaux (UMC), la stratégie de l'Union de l'épargne et de l'investissement (UEI) vise à lever les obstacles au financement transfrontalier et à approfondir l'intégration. Si des progrès vers un marché des capitaux plus intégré ont été accomplis ces dernières années, des obstacles persistants au développement et au financement transfrontalier des *scale-ups* doivent encore être levés, dans la mesure où la fragmentation du marché des capitaux de l'UE continue d'empêcher l'émergence de champions européens. Malgré les efforts d'harmonisation, les cotations transfrontalières au sein de l'UE restent rares en raison de leur haute complexité, qui s'explique notamment par cette fragmentation. En particulier, l'UE manque d'un marché orienté vers les entreprises technologiques et en croissance ; parmi les nombreuses bourses européennes de taille moyenne, aucun leader ne s'est jusqu'ici clairement démarqué en matière d'entrée en bourse d'entreprises technologiques/en croissance.

Outre la fragmentation des plates-formes de cotation et de négociation, un autre obstacle réside dans le fait que l'écosystème européen actuel du post-marché ne répond pas comme il se doit aux besoins des émetteurs que sont les entreprises en croissance, en particulier ceux qui ont des besoins de financement importants. Comme examiné en détail dans le rapport Noyer de 2024, l'environnement post-marché est beaucoup moins unifié en Europe qu'aux États-Unis où il n'existe qu'une contrepartie centrale (CCP) et un dépositaire central de titres (DCT) pour l'ensemble des marchés actions, contre plus de 17 CCP et 28 DCT en Europe, rien que pour les actions. En outre, des plates-formes utilisent les services de différents CCP et DCT, ce qui ajoute à la complexité¹⁸⁸. Les transactions

¹⁸⁸ New Financial – The Future of European Equity Market Structure – Octobre 2025.

transfrontalières sont donc plus complexes et plus coûteuses que les transactions nationales. Une infrastructure de post-marché davantage consolidée permettrait de réaliser des économies d'échelle, et ainsi de réduire les coûts de façon substantielle.

Par conséquent, la poursuite de l'harmonisation de l'environnement post-marché, en matière de compensation et de règlement-livraison au sein de l'UE, est essentielle pour faciliter l'intégration du marché. À cet égard, le paquet législatif sur l'intégration des marchés et la supervision proposé par la Commission sera utile pour faire avancer l'intégration du marché à travers l'UE grâce à la poursuite de l'intégration de l'infrastructure de marché financier, y compris en améliorant la convergence de la supervision et en progressant vers une supervision centralisée des infrastructures transfrontalières qui présentent la plus grande importance systémique.

Si le succès de cette stratégie de mise en place d'un marché actions paneuropéen réellement intégré et efficace, grâce à la poursuite de la consolidation, demeure incertain, les travaux en cours sur l'intégration et la supervision du marché au sein de l'UE pourraient être complétés par une initiative réglementaire visant à faciliter l'émergence d'une plate-forme de cotation paneuropéenne, qui pourrait prétendre au statut de Marché européen de l'innovation. L'UE pourrait tirer parti des avantages d'un cadre réglementaire pour guider les dynamiques du marché et accélérer les avancées. La fragmentation des activités de compensation et de règlement, elle-même due à la fragmentation persistante du droit des titres, semble constituer un obstacle majeur à la concentration sur une plate-forme de négociation unique de la liquidité à travers l'UE. Par conséquent, pour qu'une plate-forme paneuropéenne soit couronnée de succès, elle devrait inclure des activités de compensation et de règlement-livraison.

Si cette option est intéressante sur le plan théorique, il conviendrait d'examiner sa faisabilité, compte tenu des éventuels problèmes liés à la constitution d'un nouveau bassin de liquidité, et à la création *ex nihilo* d'une nouvelle infrastructure intégrée de post-négociation.

L'introduction d'un Marché européen de l'innovation comme moyen de centraliser les cotations sur une plate-forme unique

L'introduction des marchés de croissance des PME dans le cadre de la directive MIF 2 vise à faciliter l'accès des PME aux marchés de capitaux et à favoriser le développement de marchés spécialisés conçus pour répondre aux besoins des petits et moyens émetteurs. 28 SMN ont déjà obtenu le label « marché de croissance des PME ». Toutefois, l'accueil et le succès dont bénéficient les marchés de croissance des PME varient considérablement d'un État membre à l'autre. S'ils sont très populaires dans certains États membres, dans d'autres, très peu d'entreprises y ont recours. Par conséquent, un segment de cotation paneuropéen spécifique devrait être créé au sein du marché réglementé, de la même manière que le marché de croissance des PME constitue un sous-segment des SMN. Pour devenir attractif pour les *scale-ups* au sein de l'UE, ce segment de négociation devrait disposer d'un guichet unique. Ce segment, que nous proposons d'appeler « Marché

européen de l'innovation », comprendra un mécanisme de sélection et d'approbation exclusivement organisé par l'AEMF pour l'UE.

Le fonctionnement d'un tel Marché européen de l'innovation pourrait être défini sur la base de la réglementation existante relative aux plates-formes de marché transfrontalières. À l'instar du marché de croissance des PME, le Marché européen de l'innovation devrait comprendre un processus d'approbation. Toutefois, afin de mettre l'accent sur la dimension européenne de ce segment, la responsabilité exclusive de cette approbation doit revenir à l'AEMF. Pour pouvoir prétendre à une dimension paneuropéenne, ce segment devrait satisfaire à des critères de volume. L'article 25 bis du règlement relatif aux abus de marché (MAR) fixe deux seuils pour les plates-formes revêtant une dimension transfrontalière importante : un volume d'échanges des actions d'au moins 100 milliards d'euros par an au cours de l'une des quatre dernières années, et une activité transfrontalière supérieure à 50 %. Sur cette base, des critères de qualité et de quantité similaires pourraient être appliqués aux marchés pouvant prétendre au statut de Marché européen de l'innovation.

Reste à savoir si cette proposition de créer un Marché européen de l'innovation est suffisamment attractive pour encourager les opérateurs de marché à le développer et à y opérer. Pour l'UE, toutefois, cette initiative réglementaire constituerait une solution très efficace pour ouvrir la voie à l'européanisation des plates-formes de cotation et éviter d'avoir à prendre une décision politique quant à la plate-forme de négociation qui pourra exploiter une bourse de l'UE.

Le Marché européen de l'innovation ne devrait pas reposer uniquement sur les entrées en bourse pour se développer. Il serait concevable d'étendre l'activité de la plate-forme de négociation grâce à la cotation des grandes valeurs européennes, par exemple au moyen d'une cotation secondaire. Pour mettre en place ce nouveau segment, et compte tenu de la multitude et de l'importance des marchés réglementés nationaux, il est essentiel de rendre les cotations secondaires possibles et de les faciliter, en particulier pendant la phase initiale. Les entreprises cotées sur leurs marchés nationaux pourraient, idéalement, décider d'une cotation secondaire sur le Marché européen de l'innovation afin d'accéder à des bassins de capitaux profonds et de gagner en visibilité. Pour rendre ces segments de cotation encore plus attractifs, un indice de référence pourrait être créé. La surveillance centralisée de ce nouveau segment de cotation devrait incomber à l'AEMF afin d'éviter que la responsabilité soit partagée entre de multiples autorités compétentes nationales.

Compte tenu des problèmes évoqués ci-dessus concernant la fragmentation des activités de compensation et de règlement-livraison, le Marché européen de l'innovation devrait également progresser vers une normalisation plus poussée en matière de cotation, de compensation et de règlement-livraison. S'agissant de la cotation des futures entités enregistrées sous le 28^{ème} régime, il serait concevable par exemple que l'AEMF fixe les normes en matière de droit des titres, sur la base d'une législation de niveau 2, et sélectionne un opérateur dans le cadre d'un appel d'offres pour les services de compensation et de règlement-livraison sur le Marché européen de l'innovation.

8. Annexes

8.1. Proposition, par Veil et Vetter, de création de l'*European Uniform Corporation* (EUC) : une nouvelle forme juridique de société visant à renforcer le financement de l'innovation de l'Europe

8.1.1. Remarques liminaires

Dans les discussions sur l'Union de l'épargne et de l'investissement, le 28^{ème} régime apparaît comme un levier pour améliorer le financement des *start-ups* et des *scale-ups*. Conformément au rapport Draghi, il faudrait donner à ces sociétés la possibilité d'adopter un nouveau statut juridique à l'échelle de l'UE. Une forme juridique européenne présenterait des avantages indéniables : efficacité juridique et administrative, réduction des coûts de conformité et facilitation des fusions transfrontalières, des mouvements de capitaux et des transferts de sièges à l'intérieur de l'UE. À terme, ce statut favoriserait la compétitivité, la montée en charge et l'intégration des activités des entreprises dans l'UE.

Actuellement, aucune forme juridique uniforme n'existe pour les sociétés commerciales dans les États membres de l'UE. En particulier, les règles européennes régissant la *societas europaea* (SE) renvoient en grande partie aux règles de chaque État membre applicables aux sociétés par actions, de sorte qu'il existe en réalité 27 régimes juridiques de la SE différents. Par conséquent, les personnes qui investissent dans des *start-ups* européennes doivent se familiariser avec plusieurs régimes juridiques. De même, les entrepreneurs désireux de créer des sociétés ou des filiales dans des États membres doivent se conformer aux lois nationales en vigueur.

Une société commerciale change généralement de forme juridique au cours de son cycle de vie – de sa constitution/son démarrage jusqu'à son introduction en bourse, en passant par la phase d'amorçage, les investissements en capital-risque ou capital-investissement, et son financement par l'emprunt. La raison en est que les règles strictes, et le plus souvent obligatoires, qui sont applicables aux sociétés par actions et aux SE – qui sont nécessaires en vue d'une introduction en bourse – ne satisfont pas les besoins des *start-ups* en phase *early stage*. À l'inverse, la société à responsabilité limitée, qui est la forme juridique privilégiée des *start-ups* en raison d'une souplesse accrue, n'émet pas de titres cessibles facilement ou adaptés à une cotation en bourse.

Les règles actuelles régissant les deux types de sociétés – la société à responsabilité limitée, qui relève du droit national, et la société européenne, qui relève du droit européen et du droit national – ne prennent pas en considération les intérêts et les besoins des investisseurs ; elles concernent, dans une large mesure, les fondateurs, les associés et les créanciers. L'équilibre des intérêts entre fondateurs et investisseurs (en particulier s'agissant du capital-risque et du capital-investissement) doit faire l'objet de négociations et être formalisé par une convention.

8.1.2. Concept de l'EUC

L'EUC (société européenne uniforme) – nouvelle forme juridique pour les sociétés commerciales respectant un ensemble de règles uniformes – serait applicable dans tous les États membres (ou, du moins, dans ceux qui adopteront ce statut) et fondée sur le droit de l'UE, indépendamment du lieu du siège statutaire ou administratif à l'intérieur de l'UE. Les États membres ne pourraient pas modifier le régime juridique de l'EUC, sauf si le droit de l'UE le leur permet expressément (dans ce cas, la portée de cette autorisation sera très restreinte). Les fondateurs et les investisseurs pourraient utiliser de façon uniforme, pour toutes les EUC, les modes de financement courants et la documentation habituelle en matière de gouvernance, et ce, indépendamment de la localisation du siège statutaire ou du siège effectif de la société.

Le fondateur de l'EUC serait libre d'établir et de déplacer le siège statutaire et le siège administratif où bon lui semble à l'intérieur de l'UE.

L'EUC serait une forme juridique attractive, en tant qu'alternative aux formes juridiques nationales et à la SE, aussi bien pour les sociétés cotées que pour les sociétés non cotées. Le régime juridique de l'EUC distinguerait deux phases et procurerait un cadre cohérent pour faciliter l'accès aux marchés de capitaux, couvrant l'ensemble du spectre des financements des sociétés, depuis le démarrage et l'amorçage jusqu'aux émissions de titres en passant par les investissements en capital-risque et en capital-investissement. Afin d'accompagner la transition entre la phase 1 et la phase 2, le régime devrait, dans la phase 2, inclure un dispositif d'aide à l'introduction en bourse qui permettra aux EUC d'accéder aux marchés réglementés de façon proportionnée et à moindre frais, en prévoyant des exemptions ou des allègements réglementaires pendant une période transitoire de cinq ans maximum.

- Phase 1 (sans appel public à l'épargne) : elle comprendrait, en particulier, la constitution/le démarrage, l'amorçage, le capital-risque, le capital-investissement et le financement par l'emprunt. Le règlement relatif à l'EUC permettrait aux porteurs de titres de s'écarter des dispositions légales et réglementaires et de négocier des statuts sur mesure.
- Phase 2 (avec appel public à l'épargne) : elle comprend l'introduction en bourse, avec, potentiellement, de nombreux souscripteurs de titres. La déviation vis-à-vis des dispositions légales et réglementaires ne serait pas permise, si cela nuit aux intérêts des investisseurs. Ceux-ci devraient pouvoir compter sur la fongibilité de leurs titres et sur une gouvernance normalisée, notamment en ce qui concerne la protection des droits des porteurs minoritaires, quelle que soit la localisation du siège de l'EUC.

La procédure de constitution serait plus rapide grâce à des formalités moindres et à une vérification préalable effectuée par les autorités nationales (par exemple, en ce qui concerne l'apport des capitaux) ; en contrepartie, la responsabilité des fondateurs pourrait être engagée dans le cadre d'actions privées en justice, en cas de manquements.

Il serait possible de convertir une EUC en une autre forme juridique et vice versa.

Concernant l'imposition des EUC, aucune norme fiscale spécifique ne serait prévue ; les législations nationales sur l'impôt des sociétés s'appliqueraient.

8.1.3. Des statuts plus souples

a) Principes

La législation de l'UE pourrait prévoir des dispositions d'application obligatoire relatives à la protection des créanciers et de l'intérêt public ainsi qu'à la structure élémentaire de la gouvernance d'entreprise, par exemple en ce qui concerne les organes de direction et de gestion tels que le directoire, le conseil de surveillance et l'assemblée générale des actionnaires, et leurs compétences minimales respectives.

Une certaine souplesse serait permise lors de l'élaboration de la gouvernance d'entreprise, concernant, notamment, les points suivants :

- il serait possible d'opter pour un système de gouvernance moniste ou dualiste ;
- les porteurs de titres pourraient, à leur discrétion, élargir leurs compétences au-delà du minimum requis.
- Les éléments traditionnels de la structure juridique d'une société seraient obligatoires uniquement i) si cela est nécessaire à la réalisation d'un objectif particulier, par exemple la protection des créanciers, et ii) s'il n'existe pas d'autres mesures moins contraignantes mais toujours suffisamment efficaces.
- En phase 1, le cadre de l'EUC devrait être axé sur la souplesse et la liberté contractuelle des parties (fondateurs et investisseurs) et fournir, seulement en phase 2, une protection obligatoire standardisée aux investisseurs publics anonymes.
- Note : En bénéficiant d'une souplesse et d'une marge de manœuvre accrues, les fondateurs et les investisseurs pourraient avoir recours, en phase 1, à davantage de services de conseil que s'ils étaient soumis à une législation contraignante. Afin de réduire les efforts qu'ils fournissent et les coûts qu'ils supportent, cette législation devrait prévoir d'autres solutions sur lesquelles les fondateurs pourraient s'appuyer, s'ils le souhaitent, au moins pendant une phase préliminaire.

b) Protection des créanciers

Des dispositions d'application obligatoire permettront d'assurer une protection adéquate aux créanciers.

Toutefois, à la différence des règles de l'UE en vigueur¹⁸⁹, la protection des créanciers ne devrait pas reposer principalement sur le contrôle des apports et le maintien d'un capital social minimal, mais plutôt sur d'autres mécanismes tels que des restrictions sur les distributions régulières et irrégulières – dont le non-respect engagera la responsabilité –, l'obligation de demander l'ouverture d'une procédure d'insolvabilité et l'application de règles comptables adéquates.

Le capital social nominal doit être apporté par les fondateurs qui ont souscrit les titres.

Toutefois,

- les fondateurs doivent bénéficier d'une grande souplesse lors de la répartition du capital social, quel que soit le montant de leur apport respectif. Chaque souscription ne doit pas être proportionnée au montant de capital apporté,
- il ne doit pas y avoir d'obligation de fixer une valeur nominale minimale pour chaque titre,
- le contrôle de l'État sur les apports en capitaux doit être limité. Les souscripteurs sont tenus d'apporter les montants qu'ils se sont engagés à apporter. La charge de la preuve leur incombe à cet égard ;

ainsi,

- il sera plus facile et rapide de constituer une société et d'augmenter le capital,
- les fondateurs pourront convenir que certains d'entre eux apportent des capitaux et que d'autres fournissent des services à la société,
- il ne sera plus nécessaire de fixer une valeur nominale pour la souscription de titres (ce qui, en outre, facilitera les augmentations de capital en cas de crise financière).

c) Titres et cession de titres

Le cadre juridique de l'EUC ne devrait pas fixer un montant nominal minimal par titre. Les porteurs doivent être libres de répartir le capital social entre eux (voir point b) ci-avant).

Les porteurs doivent pouvoir céder leurs titres sans formalités administratives contraignantes, telles que le passage devant notaire.

Les statuts peuvent énoncer des restrictions concernant la cession des titres, telles que des droits de préemption, des droits de cession forcée ou des droits de cession conjointe. Toutefois, ces restrictions doivent être limitées à la phase 2.

¹⁸⁹ Telles qu'elles sont énoncées dans le chapitre IV de la directive (UE) 2017/1132 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 relative à certains aspects du droit des sociétés.

d) Répartition des bénéfices et du produit de la liquidation

La répartition des dividendes et du produit de la liquidation est librement fixée dans les statuts.

Il est permis de créer différentes catégories de titres.

Cette souplesse est toutefois limitée à la phase 2.

e) Gouvernance d'entreprise

Les statuts peuvent prévoir d'assortir les catégories de titres de différents droits de vote.

Le cadre juridique de l'EUC permettra une certaine souplesse quant à l'adoption d'une structure de gouvernance moniste ou dualiste.

f) Cogestion et participation des salariés

Les règles relatives à la participation des salariés, sous forme de cogestion, au conseil d'administration présentent une difficulté particulière pour l'EUC à l'échelle de l'UE. Elles varient considérablement d'un État membre à un autre et s'inscrivent dans des traditions juridiques différentes. Afin de respecter le principe d'uniformité propre à l'EUC, il importe également d'appliquer ce principe à la cogestion des salariés au sein du conseil d'administration (ou de surveillance) de l'EUC.

Les règles régissant la participation des salariés au niveau de l'entreprise doivent continuer à relever exclusivement du droit national du travail. Les États membres peuvent prévoir des règles spécifiques de cogestion et mettre en place des comités d'entreprise pour les EUC situées sur leur territoire, et ce, au niveau de l'établissement, de la société ou du groupe, conformément aux dispositions applicables aux entreprises locales. Il conviendra certainement d'examiner si les États membres peuvent, en appliquant leur droit national du travail, déterminer le niveau de cogestion désiré sur leur territoire. À cette fin, il pourra être envisagé, à long terme, de créer un comité uniforme pour l'EUC, à l'instar du comité de la SE, ce qui facilitera la mise en place conjointe d'une gouvernance homogène.

8.1.4. Règles contraignantes appliquées aux EUC cotées (phase 2)

Outre le régime de protections et les droits minimaux dont bénéficient les porteurs de titres en phase 1, il est prévu d'appliquer des règles contraignantes supplémentaires qui concernent, en particulier, les sujets suivants :

- taille et composition du directoire/conseil d'administration ou du conseil de surveillance, par exemple : les exigences minimales en matière d'indépendance, d'expertise et de qualifications, les limites de cumul des mandats, la représentation des actionnaires minoritaires, et les restrictions sur les droits de délégation des actionnaires ;

- limitation des droits spéciaux conférés aux actionnaires individuels, par exemple : les droits de vote disproportionnés, les restrictions sur les droits de délégation des actionnaires, et la clause de liquidation préférentielle ;
- absence de limitations concernant la cessibilité des actions ;
- principe d'égalité de traitement des actionnaires ;
- contrôle des opérations réalisées avec des parties liées ;
- obligations renforcées de publication d'informations, sauf si ces obligations sont déjà prévues dans la législation applicable en matière de marchés de capitaux.

8.1.5. Autres points devant être discutés

Il conviendra de se demander s'il faut créer un registre européen des EUC ou si les registres nationaux sont suffisants pour effectuer les contrôles envisagés ou exécuter les obligations en matière de constitution et de publication.

Le cadre juridique de l'EUC devrait expressément permettre l'émission et la gestion de titres de façon entièrement dématérialisée, y compris des valeurs mobilières électroniques enregistrées au moyen de technologies de registres distribués (DLT) telles que la *blockchain*. Cela permettra un enregistrement sans support papier, un transfert de propriété en temps réel et une amélioration de la transparence des structures d'actionnariat. L'utilisation des DLT pourra également faciliter le règlement transfrontalier et simplifier l'exercice des droits des porteurs de titres.

Les litiges juridiques, en particulier la contestation de résolutions des actionnaires par des porteurs minoritaires, posent la question de la compétence judiciaire. Aucun tribunal européen ne dispose actuellement de compétences dans ce domaine. En conséquence, il est indispensable de préciser les tribunaux compétents dans les juridictions où est situé le siège statutaire ou le siège effectif de l'EUC. Le cadre juridique de l'EUC devrait toutefois permettre de prévoir des clauses d'arbitrage dans les statuts, sous certaines conditions. Il faudra envisager de créer un centre d'arbitrage spécialisé dans les EUC, qui sera composé d'arbitres qualifiés. Aux fins d'une interprétation uniforme et d'un développement cohérent du droit relatif aux EUC, il conviendra d'examiner si les sentences arbitrales pourront, sous certaines conditions prédéfinies, faire l'objet d'un contrôle juridictionnel limité devant un tribunal de l'UE, en particulier lorsque des questions en matière de droit de l'UE ou d'interprétation harmonisée se posent.

S'agissant des dispositions applicables aux EUC contrôlées, les règles nationales peuvent-elles s'appliquer ? Par exemple, une EUC peut-elle être partie à un accord de contrôle (*Beherrschungsvertrag*) ou à un accord de transfert des bénéfices (*Ergebnisabführungsvertrag*) ? Tant que la législation fiscale nationale exige la conclusion de ce type d'accords pour établir des unités fiscales, il est impératif que les règles nationales continuent de s'appliquer.

Quel régime d'insolvabilité doit s'appliquer ? En l'absence de régime européen d'insolvabilité, il faut se référer aux lois du pays où se trouve le siège statutaire ou le siège effectif.

8.2. Proposition, par le Haut Comité juridique de la place financière de Paris, de création d'une société européenne simplifiée

8.2.1. Remarques liminaires

L'Association Henri Capitant est un réseau international à but non lucratif fondé en France en 1935. Elle a publié un projet de Code européen des affaires, qui couvre de nombreuses branches du droit des affaires, notamment le droit commercial, le droit bancaire et le droit de l'insolvabilité. Ce projet a pour vocation de « faire rayonner l'UE par la mise en exergue de la codification que tant de pays ont en partage, tout en favorisant la croissance économique de la zone et l'achèvement du marché commun¹⁹⁰ ». Dans ce contexte, la proposition de l'Association de créer une forme de société européenne simplifiée (publiée en 2019) a été reprise et précisée par le **Haut Comité juridique de la place financière de Paris (HCJP)**, à la demande du ministère français de l'Économie et des Finances et du ministère français de la Justice (en 2021¹⁹¹). Le HCJP a préconisé la création d'une société par actions simplifiée européenne (société européenne simplifiée ou *societas europaea simplicior*, SES).

Le projet de création de la SES prévoit une nouvelle forme juridique de société commerciale conçue spécialement pour les PME et mise en œuvre par la voie du droit de l'UE. La SES est une forme juridique optionnelle et harmonisée, régie par le droit européen. Elle offre aux sociétés une structure juridique souple et cohérente qui est reconnue dans tous les États membres de l'UE et qui conserve un lien suffisant avec les cadres juridiques nationaux. En établissant un régime juridique structuré qui reste optionnel, la SES vise à traiter des difficultés et des aspects financiers qui empêchent les PME d'adopter les formes de société existantes dans de nombreux pays de l'UE. Grâce à son cadre simplifié, la SES permettra à l'entrepreneur, qui crée et gère une société, de supporter des charges administratives et des coûts moindres. Cela favorisera le développement d'un environnement économique européen véritablement intégré pour les PME, les *start-ups* et les *scale-ups*.

8.2.2. Concept de la SES

a) Une forme simple qui offre une grande liberté contractuelle

La SES présente un régime juridique simplifié qui sera fondé sur un règlement européen se rapportant explicitement à la liberté statutaire et au droit national, lorsque cela est nécessaire. Contrairement à la *societas europaea* (SE), qui s'est avérée trop complexe et coûteuse pour les PME, la SES est une forme juridique européenne souple et directement

¹⁹⁰ Association Henri Capitant - Projet de Code européen des affaires ([lien](#)).

¹⁹¹ Banque de France - Rapport sur la Société Européenne Simplifiée (SES) - 2021 ([lien](#)).

applicable. Elle pourrait être instituée par un règlement européen qui énonce des règles contraignantes générales tout en laissant une marge de manœuvre quant au traitement des questions non abordées dans le règlement. Cette double approche, qui prend la forme d'un règlement précis assorti d'une souplesse contractuelle (statutaire), témoigne du succès que connaît le modèle de la SAS française depuis 1994.

b) Aucun montant minimal de capital imposé

La SES est une société par actions opérant dans un environnement numérique. Elle est créée *ab initio*, sans capital minimal si ce n'est un euro symbolique. Elle peut être détenue par une ou plusieurs personnes physiques ou morales, ce qui convient à la fois aux entrepreneurs individuels et aux structures collectives. Elle devrait bénéficier de toutes les avancées légales en matière de numérisation et de communication à distance, lui permettant d'être constituée et gérée efficacement grâce à des moyens technologiques récents.

c) Siège statutaire

Le critère de rattachement repose sur le siège statutaire, tel qu'inscrit dans un registre national des sociétés. Cette approche pragmatique garantit un ancrage juridictionnel clair et facilite l'activité transfrontalière. Surtout, la SES introduit le concept de vocation européenne, qui doit être défini avec précision dans les statuts et énoncé dans l'objet social de la société.

d) Une structure capitalistique souple

La structure capitalistique de la SES est conçue pour favoriser la souplesse et l'efficacité. Étant une société par actions, la SES fournit un cadre familial propice à l'investissement en capital, à la cession d'actions et aux augmentations de capital. L'absence d'un capital minimal imposé traduit une conception moderne du capital. Selon celle-ci, l'obligation d'un montant minimal ne protège pas les créanciers. Leur protection est assurée par les normes comptables, les obligations déclaratives et les restrictions sur les distributions qui menacent la solvabilité.

e) Principes fondamentaux de la gouvernance d'entreprise

La gouvernance de la SES est délibérément souple tout en étant clairement structurée dans le cadre prévu par le règlement. Le règlement européen pourrait énoncer les principes fondamentaux de la gouvernance et autoriser expressément des adaptations dans les statuts s'il y a lieu. Cet équilibre garantit la protection des investisseurs et la sécurité juridique, et permet, en même temps, de satisfaire aux divers besoins de l'entreprise. Le règlement devrait traiter de questions clés en matière de gouvernance telles que les obligations des administrateurs, les droits des actionnaires, les opérations réalisées avec les parties liées et les changements organisationnels majeurs. Il devrait également énoncer des règles supplétives précises, qui pourront être modifiées dans les statuts lorsque cela sera permis.

f) Application des règles nationales au régime de participation des salariés grâce à la souplesse des statuts

En matière de participation des salariés, la SES adopte une approche pragmatique qui respecte les modèles sociaux nationaux. Le régime de participation des salariés est celui de l'État membre d'enregistrement. Cette approche reconnaît que les régimes de participation des salariés reflètent des choix sociaux et politiques profondément ancrés au niveau national, qui ne peuvent pas, de manière réaliste, être harmonisés à court terme. Le fait d'appliquer les règles de participation de l'État d'enregistrement à la SES permet d'éviter les négociations complexes qui avaient bloqué les précédentes propositions, tout en garantissant le respect des droits des salariés conformément aux cadres nationaux établis.

g) Numérisation

La dimension numérique de la SES traduit les pratiques actuelles des entreprises. Il faut pouvoir constituer une société, effectuer des rapports et accomplir des tâches de gestion courante de façon entièrement dématérialisée, en utilisant le mécanisme de la signature électronique, les plateformes en ligne ou les systèmes d'archivage électronique. La numérisation réduit les coûts, accélère les processus et permet aux entrepreneurs d'avoir accès à la SES dans toute l'UE. Le règlement devrait expressément autoriser l'émission et la gestion numériques des actions, y compris, certainement, les titres enregistrés au moyen de technologies récentes, tout en garantissant une sécurité et une traçabilité adéquates.

h) Relations avec d'autres domaines du droit

La répartition entre droit européen et droit national a été soigneusement examinée. Le règlement devrait contenir des règles exhaustives sur les principaux aspects liés aux sociétés, tels que la constitution, le capital, les actions, la gouvernance, les changements majeurs et la dissolution. Plusieurs aspects continueront toutefois de relever du droit de l'État membre de rattachement, tels que la fiscalité, les procédures d'insolvabilité et certains sujets propres au droit du travail autres que la participation au conseil d'administration. Cette répartition pragmatique montre que l'harmonisation européenne n'est pas encore achevée dans certains domaines, mais garantit que le cadre fondamental du droit des sociétés revêt un caractère véritablement européen.