

# **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

*Traduction provisoire de la synthèse du rapport*

***Janvier 2026***

# Préface

Dans le cadre des travaux engagés pour faire avancer l'agenda européen d'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 leur phase de développement accéléré (« scale-ups »). Cette mission comprenait l'élaboration d'un rapport destiné à apporter des réponses au déficit de financement auquel ces entreprises sont confrontées en Europe.

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 se développer à grande échelle en Europe. À nos yeux, cet enjeu est indissociable de l'objectif de renforcement de la compétitivité de l'Union européenne et de la création d'un marché des capitaux européen plus intégré et plus efficace.

Nos travaux se sont appuyés sur 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 leurs constats, leurs analyses, et leurs propositions. Nous leur exprimons notre plus sincère gratitude pour la qualité de leurs contributions.

Les résultats de ces entretiens, combinés à notre analyse, ont été consolidés dans ce rapport final, 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 Livonière, 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**

## 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<sup>ème</sup> siècle, la productivité du travail dans la zone euro était à peu près comparable à la productivité aux Etats-Unis, elle lui est désormais inférieure de près de 20 %<sup>1</sup>, cet écart de productivité croissant étant presque entièrement imputable au secteur technologique. L'Europe est 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 vers 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 porteuses 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 l'expansion de technologies stratégiques : 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 marché<sup>2</sup>. Cette dépendance crée des vulnérabilités réglementaires, commerciales et géopolitiques et affaiblit, à terme, l'autonomie stratégique de l'Europe, dans un monde où la domination technologique est de plus en plus un facteur essentiel de pouvoir et d'influence.

**Cette pénurie de champions technologiques en Europe est d'autant plus 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 grands acteurs technologiques mondiaux, il bénéficie d'un écosystème dynamique de *start-ups*, le nombre d'entreprises en phase de démarrage (*early stage*) ayant quadruplé au cours de la dernière décennie<sup>3</sup>. Cette situation découle en partie des avantages structurels que présente l'Europe en matière d'innovation, notamment une activité de recherche scientifique de premier plan et un système reconnu

<sup>1</sup> Banque centrale européenne – The Past, Present and Future of European Productivity – Juin 2024 ([link](#)).

<sup>2</sup> Parlement européen – European Software and Cyber Dependencies – Décembre 2025 ([link](#)).

<sup>3</sup> Atomico – State of European tech – Novembre 2024 ([link](#)).

d'enseignement supérieur. Ces atouts scientifiques et éducatifs se déclinent dans une production scientifique de grande qualité et un gisement dynamique de création d'entreprises. Ce dynamisme dans l'*early stage* peine cependant encore 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 et 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 intensif, 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 donc 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'euros<sup>4</sup>.

**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.** Bien que la volonté de s'étendre à l'international et de disposer d'un accès à d'autres marchés puissent légitimement conduire à une expansion internationale, 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 liquides<sup>5</sup>.

**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 grimpent en flèche avec l'intelligence artificielle et la *deep tech*, l'écosystème du capital-risque a été fragilisé mal par l'épisode de hausse des taux d'intérêt, et les derniers événements géopolitique rendent plus essentielle que jamais l'instauration d'une véritable souveraineté technologique.

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

<sup>5</sup> 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 bassins 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 bassins 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 développer 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 complémentaire 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 du marché coté. 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 trop 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 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 sociétés 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.

Pourtant, ces dernières années, les introductions en bourse en Europe n'ont cessé de diminuer, 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 souvent par délocaliser des fonctions stratégiques ou leur siège social, contribuant à la fuite des talents et des capitaux.

**Si l'absence de bassins importants 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 plates-formes de cotation et de centaines de plates-formes de négociation entraîne une fragmentation de la liquidité et une dispersion de l'attention des investisseurs, et 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, qui fonctionnent avec une CCP 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,<sup>6</sup> 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'Union européenne en matière de réglementation 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 des 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 familiaires 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 schémas 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 schémas de *stock-options* compétitifs, attractifs et uniformes à l'échelle de l'UE.

<sup>6</sup> Mario Draghi – L'avenir de la compétitivité européenne – Septembre 2024 ([lien](#)).

### 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 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.
- Adaptant les mécanismes de retraite professionnels existant, 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 » (*defined contribution*) plutôt qu'à « prestations définies » (*defined benefit*), 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 sa compétitivité mondiale en termes de 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 enseigne 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 transfrontières 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, tels 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 institutions et banques nationales d'investissement comme Bpifrance et KfW et, à l'échelle européenne, le FEI, ont largement contribué à l'émergence et le 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 et institutions nationales d'investissement devraient progressivement passer d'une logique clauses de retour géographique nationales à des cadres d'investissement transfrontière plus coordonnés. En limitant les obligations de

retours géographiques (*georeturns*) à un niveau minimal et en mobilisant conjointement des capitaux supplémentaires sur une base transfrontière, les investisseurs publics pourraient contribuer à transformer les jeunes pousses européennes en champions d'envergure mondiale.

(iv) Crée un 28<sup>ème</sup> régime en matière de droit des sociétés pour aider les *scale-ups* à se financer et faciliter leur développement transfrontière

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<sup>ème</sup> 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<sup>ème</sup> régime leverait 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 transfrontière et au financement des *scale-ups* devraient être levés. En matière d'imposition, une harmonisation complémentaire entre Etats membres pourrait être mise en œuvre, pour permettre aux *scale-ups* européennes de structure 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 évènement 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*) introduit par la directive MIF 2. Pour dynamiser la recherche dans ces domaines, il est proposé de créer une plate-forme 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 désignée 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 plate-forme 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'Union Européenne, 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 qualifiés, 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 dans la bonne direction, 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.