

Joint statement

Juillet 2024

Renforcer les marchés de capitaux de l'Union européenne

Camille Landais, David Sraer, **CAE**
Monika Schnitzer, Veronika Grimm, Ulrike Malmendier, Achim Truger, Martin Werding, **GCEE**

L'Union européenne doit construire des marchés de capitaux plus intégrés et plus profonds afin de pouvoir financer la transition écologique ou l'essor de l'intelligence artificielle, et être plus résiliente face aux chocs financiers. C'est une condition essentielle pour surmonter le probable déclin de la croissance des économies européennes. Cependant, l'architecture financière européenne est encore principalement basée sur les banques, avec des flux essentiellement nationaux.

Nous proposons cinq grandes actions pour soutenir un programme d'Union des marchés de capitaux orienté vers la croissance.

1. Développer l'accès aux informations financières de manière standardisée, et améliorer et harmoniser les régimes nationaux du droit des faillites devrait réduire les coûts, mieux répartir les ressources et encourager les investissements transfrontaliers.
2. Renforcer l'efficacité de la supervision et la rendre propice à une plus grande intégration des marchés en réformant la gouvernance de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) avec un conseil d'administration resserré ayant l'autorité exclusive sur toutes les décisions administratives et de supervision. Une organisation multisite rapprocherait en outre l'AEMF des acteurs du marché et dissiperait les craintes qu'une AEMF plus forte n'aboutisse mécaniquement à favoriser unilatéralement Paris en tant que place financière.
3. Réorienter les investisseurs institutionnels vers les marchés d'actions en renforçant les fonds de pensions, support des retraites supplémentaires, permettrait d'augmenter le montant des capitaux collectés pour les investir sur des actifs de long terme. Afin de surmonter les différences de culture et de pratiques en matière de supervision nationale pouvant conduire à des choix d'investissement plus conservateurs dans certains pays, mieux intégrer la supervision européenne avec une réforme de l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles.
4. Développer le marché européen du capital-risque en augmentant le cofinancement public. Cela peut se faire via le financement des Fonds européens d'investissement (FEI) et de l'Initiative européenne des champions technologiques (ETCI).
5. Accroître la participation des ménages aux marchés financiers avec la mise en place de comptes d'investissement pour les enfants, financés par l'UE. Cela leur permettrait d'expérimenter différents cycles financiers et de comprendre le faible risque à long terme et les rendements élevés des investissements en actions.

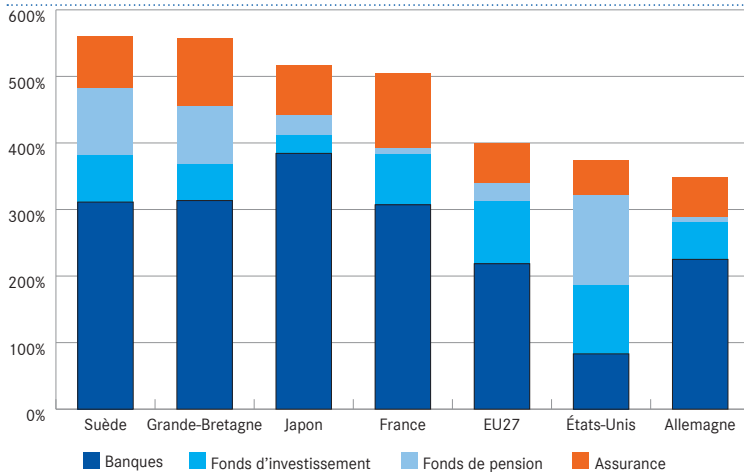
Comme la plupart des économies avancées, l'UE voit son potentiel de croissance décliner depuis des années. De nouvelles opportunités, telles que la transition écologique ou l'essor de l'intelligence artificielle, sont apparues ces dernières années, mais notre capacité à financer les investissements nécessaires et tirer parti de ces opportunités reste incertaine. Des crises récentes, comme la grande crise financière de 2008 ou la crise de la dette souveraine de la zone euro au milieu des années 2010, ont également mis en évidence le manque de résilience de nos économies face aux chocs financiers. Nous devons renforcer et approfondir notre marché des capitaux pour relever ces défis.

Les marchés de capitaux permettent aux entreprises d'obtenir des financements à moyen et long terme directement auprès d'investisseurs, y compris des fonds propres publics et privés ainsi que des emprunts, sans passer par des

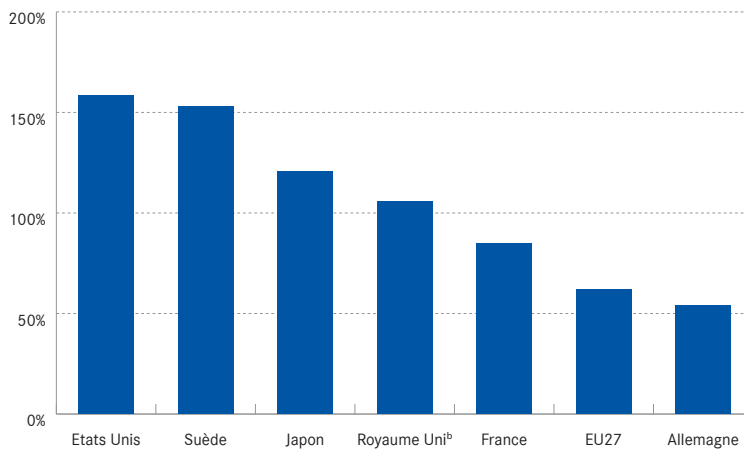
banques ou d'autres types d'intermédiaires financiers. Des marchés de capitaux développés et liquides sont essentiels pour assurer une croissance à long terme (Beck et al., 2023). Ils permettent d'allouer des capitaux aux entreprises les plus productives et les plus innovantes. Le financement fondé sur une structure de marché favorise l'investissement dans les nouvelles technologies, plus risquées, ainsi que dans la recherche et le développement. Toutefois, l'architecture financière européenne repose encore principalement sur les banques (Figure 1, a), avec des marchés de capitaux publics de faible ampleur (Figure 1, b). En outre, les flux financiers restent largement nationaux. Il y a dix ans, une forte impulsion en faveur d'une Union des marchés de capitaux (UMC) avait été donnée, avec toutefois des progrès limités. Nous pensons que le moment est venu et qu'il faut profiter de la dynamique actuelle pour enfin concrétiser le potentiel de l'Union des marchés de capitaux.

Figure 1 : La France et l'Allemagne disposent d'un marché financier étroit et d'un vaste marché bancaire

a. Le secteur bancaire est le principal détenteur d'actifs financiers en Allemagne et en France^a



b. Une faible capitalisation boursière des entreprises allemandes (2019)



^a Actifs en pourcentage du PIB. Les valeurs moyennes sont comprises entre 2010 et 2020. Les actifs des fonds de pension de Chypre ne sont pas inclus dans l'UE27, ni ceux des compagnies d'assurances du Luxembourg. ^b Données de 2018.

Source : BoJ, CEIC, ECB, Fed, World Bank, calculs des auteurs.

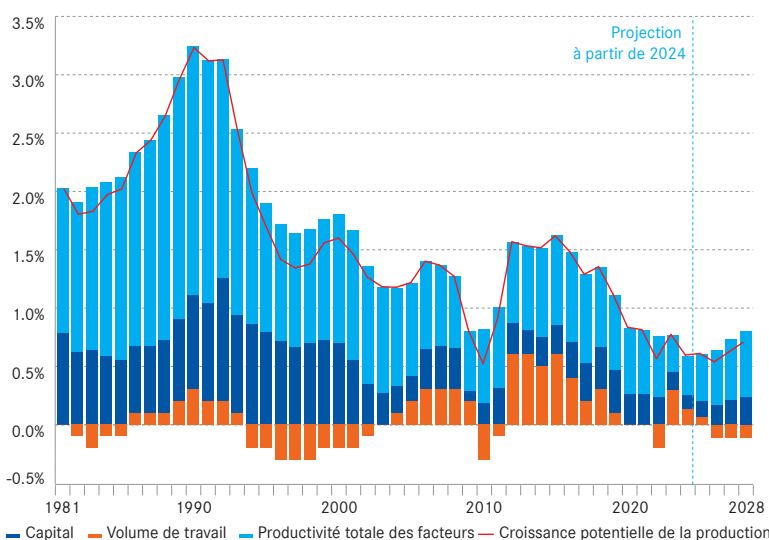
* Les auteurs souhaitent remercier Claudia Schaffranka et Lukas Nöh du German Council of Economic Experts, Nicolas Véron, de Bruegel et le Peterson Institute, et l'équipe du CAE pour le suivi de cette publication, en particulier Maxime Fajeau, conseiller scientifique, Circé Maillet, chargée d'études et Constance Moreau, stagiaire. Ils souhaitent également remercier les membres du CAE pour leurs commentaires.

Selon les projections de la Commission européenne (Commission européenne, 2024), au cours de cette décennie, la croissance potentielle de la production dans presque toutes les économies avancées de l'UE sera inférieure aux tendances historiques. En particulier, le vieillissement démographique entraînera un resserrement de l'offre de main-d'œuvre et donc une baisse de la croissance en Allemagne dans les années à venir, et en France avec quelques années de décalage (Figure 2). En outre, la

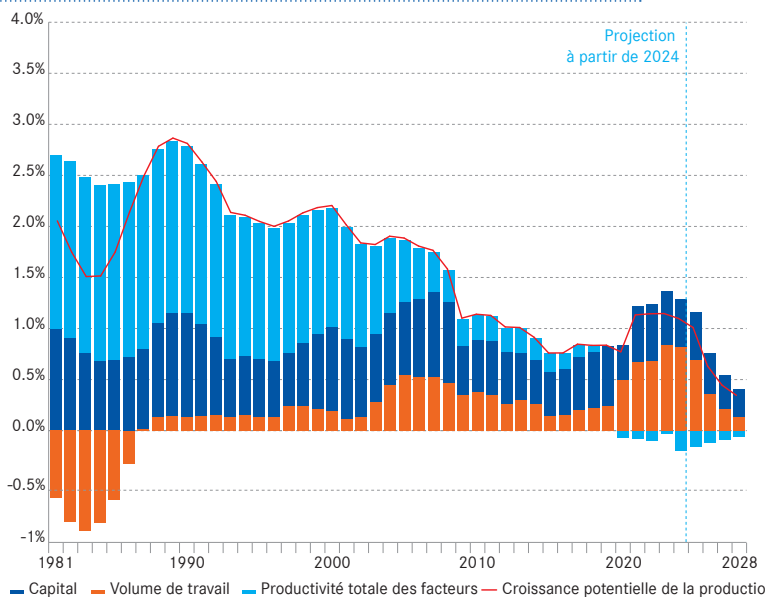
baisse de la contribution de la productivité totale des facteurs (PTF) à la croissance est particulièrement alarmante car elle indique un ralentissement du progrès technologique et de la réallocation des facteurs de production vers les entreprises productives. Par exemple, en France, les contributions de la PTF à la croissance devraient tomber à zéro d'ici 2027, contre 0,5 à 0,7 point de pourcentage par an aux États-Unis.

Figure 2. Le faible potentiel de croissance en Allemagne et en France

a. Allemagne



b. France



Source : Commission européenne.

Les politiques proposées dans le cadre de l'Union des marchés de capitaux tournent autour de deux axes : promouvoir le secteur bancaire européen ou développer les marchés d'actions européens. Par exemple, l'une des options politiques souvent évoquées pour renforcer les banques européennes est de développer davantage la titrisation (DG Trésor, 2024). S'il est vrai que le marché européen de la titrisation est anémique par rapport à son homologue américain et que la titrisation peut libérer les bilans des banques et réduire les coûts de financement des entreprises (Nadauld et Weisbach, 2012), il est peu probable qu'elle favorise la croissance et l'investissement dans des entreprises tournées vers l'avenir, capables de conduire des innovations d'une importance stratégique.

Dans cette déclaration, nous proposons un programme d'Union de marchés de capitaux axé sur la croissance. Une croissance fondée sur l'innovation nécessite un renforcement des marchés de capitaux plutôt qu'une expansion du secteur bancaire. En effet, ces marchés de capitaux sont les mieux à même de financer des secteurs innovants et risqués qui reposent sur des actifs incorporels tels que les brevets. Le capital-risque est particulièrement bien adapté pour fournir aux jeunes entreprises non seulement

des financements, mais aussi des conseils, un accès aux réseaux et un suivi. L'architecture financière dans l'UE continue cependant de s'appuyer avant tout sur les banques, encore essentiellement nationales, et les prêts transfrontaliers restent limités. Le renforcement des marchés de capitaux, en particulier des marchés d'actions, élargirait la base de financement des entreprises. Enfin, plus développés, ils fourniraient une « roue de secours » dans le financement des entreprises en période de crise, améliorant ainsi leur résilience (Levine et al., 2016). Pour mettre en place une Union des marchés des capitaux axée sur la croissance, cinq actions nous semblent indispensables.

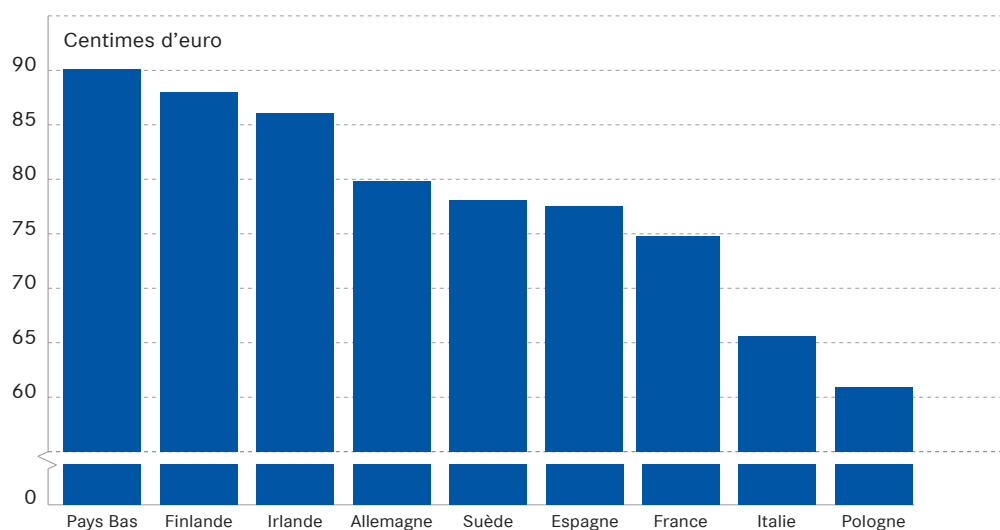
Simplifier la valorisation des actifs étrangers pour les investisseurs

Un domaine critique pour une plus grande convergence au niveau de l'UE est l'accès sans friction aux données sur les entreprises, y compris aux données financières et liées au développement durable. En l'absence d'informations

financières standardisées dans les pays de l'UE, il est difficile pour les investisseurs d'élaborer des indicateurs comparables et de valoriser les actifs privés sur les marchés étrangers. Cela concerne en particulier les PME de taille importante, pour lesquelles le marché financier constituerait une source attractive de financement. Une initiative en cours, faisant partie intégrante du plan d'action 2020 sur l'union des marchés de capitaux, mérite d'être soutenue: l'European Single Access Point (ESAP). Il s'agit de créer un point d'accès unique et direct aux informations financières et non financières des entreprises européennes et de centraliser l'information réglementée. Cela permettrait d'accroître la transparence, de réduire l'asymétrie de l'information et d'ouvrir davantage de sources de financement. L'ESAP représentera un avantage stratégique pour les PME qui gagneront en visibilité auprès des investisseurs. Son extension aux entreprises privées permettrait d'accroître la transparence et de simplifier l'accès aux marchés financiers. Les États membres de l'UE devront harmoniser leurs exigences en matière d'information pour les entreprises privées.

Le droit des faillites constitue un deuxième domaine où l'harmonisation contribuerait à la transparence. Les textes réglementaires encadrant la faillite varient considérablement d'un pays de l'UE à l'autre, ce qui rend difficile l'estimation de la valeur liquidative des actifs lors d'investissements transfrontaliers et entraîne de grandes variations dans les taux de recouvrement (Figure 3). L'amélioration et l'harmonisation des régimes nationaux de droit des faillites en Europe répondent à plusieurs objectifs: réduction des coûts, meilleure allocation des ressources vers les entreprises plus efficaces ou innovantes, encouragement des investissements transfrontaliers et renforcement de la stabilité financière. Cette harmonisation peut permettre d'approfondir les marchés du capital-investissement en créant des fonds européens capables d'investir au-delà des frontières nationales. En outre, elle pourrait faciliter la titrisation paneuropéenne, ce qui profiterait aux petits pays disposant de volumes d'actifs plus restreints.

Figure 3. Des différences considérables des taux de recouvrement des faillites dans les pays européens



Note: centimes d'euro récupérés par les créanciers grâce à la réorganisation, la liquidation ou le recouvrement (saisie ou séquestre) sur un euro de dette.

Source: Banque mondiale 2019.

Comme indiqué plus haut, les banques européennes tiraient avantage de l'expansion du marché européen de la titrisation, anémique par rapport à son homologue américain. Cependant, nous doutons de son potentiel à développer l'investissement dans des entreprises risquées à objectif de croissance forte. Les différences entre marché européen et américain s'expliquent par l'importance des titres adossés à des créances immobilières résidentielles (RMBS) sur le marché américain. Les émissions adossées à d'autres formes de garanties dans l'UE représentent environ un tiers de la taille du marché américain en dehors des RMBS.

L'importance des RMBS dans la titrisation est principalement due aux entreprises soutenues par le gouvernement (GSE) telles que Freddie Mac et Fannie Mae – qui fournissent une garantie pour les titres adossés à des créances hypothécaires en prenant en charge le risque de crédit – plutôt qu'à des différences substantielles dans la réglementation. Aux États-Unis, les prêts hypothécaires sont fortement standardisés et se prêtent donc à la titrisation à l'échelle nationale (Levitin, 2023). Les marchés hypothécaires européens varient considérablement selon les modalités des prêts telles que l'échéance moyenne, la part des contrats à taux variable ou les mesures de

soutien public, y compris les déductions de taux d'intérêt ou les garanties gouvernementales (van Hoenselaar et al., 2021). Cette hétérogénéité, à laquelle s'ajoutent les différences de législation en matière de fiscalité et de droit des faillites, rend la titrisation transfrontalière difficile. Sans la mise en place d'un grand organisme gouvernemental offrant un soutien et une politique commune du logement à l'échelle de l'UE, il semble peu probable que le marché européen de la titrisation atteigne la taille du marché américain.

Pour développer le marché européen de la titrisation, il sera nécessaire d'établir de nouveaux acheteurs. Environ la moitié des titrisations européennes a été retenue par les banques et n'a pas été vendue à des investisseurs. Malgré l'impact qu'un marché des titrisations aurait sur les marchés de capitaux en Europe, il est aujourd'hui limité faute d'une politique commune sur le financement des achats de biens immobiliers.

Renforcer la supervision européenne des marchés de capitaux



L'UE devrait accroître l'efficacité de sa supervision et en faire un outil d'une plus grande intégration des marchés financiers en renforçant et en réformant l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) et l'Autorité européenne de supervision des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP). La fragmentation de la supervision selon les lignes nationales est un obstacle bien plus important à l'intégration des marchés de capitaux de l'UE que les différences réglementaires qui subsistent. Ces réformes devraient permettre de catalyser les prochaines étapes de l'UMC.

L'AEMF est le régulateur et le superviseur des marchés financiers de l'UE. Elle accomplit cette mission de « superviseur des superviseurs » en favorisant la convergence de la supervision entre les autorités nationales compétentes, en supervisant directement certains acteurs spécifiques du marché, tels que les agences de notation de crédit, et en surveillant les marchés financiers.

La transformation de l'AEMF devrait porter notamment sur sa gouvernance et son cadre de financement. Le conseil de surveillance de l'AEMF est actuellement composé de représentants des autorités nationales de supervision des États membres de l'UE et des trois autres États de l'Espace économique européen. Une structure réformée pourrait consister en un conseil exécutif resserré de cinq ou six membres qui aurait l'autorité exclusive sur toutes les décisions administratives et de supervision. Le conseil des autorités de supervision actuel de l'AEMF resterait l'organe de décision pour l'élaboration des règles. Le financement devrait être assuré principalement par un prélèvement sur

les entités et les segments de marché supervisés, le budget de l'UE pouvant jouer un rôle résiduel pour couvrir les dépenses liées à l'élaboration des règles et à d'autres activités hors supervision.

Afin d'éviter la fragmentation de la supervision et les possibilités de capture qui en découlent, il est important d'éviter de créer des sous-entités au sein de l'AEMF chargées de tâches spécifiques. C'est ce qui s'est produit par le passé avec la supervision des chambres de compensation établies en dehors de l'UE (CCP de pays tiers) par le comité de supervision des CCP. Il conviendrait plutôt de préserver un cadre décisionnel unique.

Le modèle de supervision d'une AEMF renforcée peut s'appuyer sur une supervision à la fois directe et conjointe. Il peut être utile de distinguer d'une part les activités purement de gros et d'autre part celles qui comportent une composante de détail. Pour les activités de gros, une supervision directe et exclusive de l'AEMF, sans intervention des autorités nationales, est préférable. Elle devrait inclure a minima l'ensemble des infrastructures des marchés financiers essentielles à l'échelle de l'UE, telles que les Bourses, les chambres de compensation et les dépositaires centraux de titres. La BCE pourrait jouer un rôle complémentaire pour certaines de ces infrastructures. De plus, la supervision de l'AEMF devrait comprendre l'application des exigences réglementaires pour lesquelles la comparabilité transfrontalière est primordiale, telles que la mise en œuvre des normes d'information financière publique et de développement durable. Pour les activités de détail, une variante de l'équipe de supervision conjointe devrait être envisagée. En fonction des mandats spécifiques, l'AEMF devrait être le superviseur unique ou agir en tant que centre de décision pour les tâches partagées avec les autorités nationales.

Une organisation multisite rapprocherait l'AEMF des participants au marché, tout en conservant les avantages d'une supervision intégrée/centralisée. Cela permettrait également d'atténuer les craintes qu'une AEMF plus forte favoriserait unilatéralement Paris en tant que place financière. Avec l'élargissement de son champ de supervision, l'AEMF pourrait en effet avoir besoin d'ouvrir des bureaux dans les principaux centres d'activité liés au marché, notamment Amsterdam, Bruxelles, Dublin, Francfort, Luxembourg, Milan, Madrid, Stockholm, Vienne et Varsovie, et peut-être d'autres encore.

Réorienter les investisseurs institutionnels vers les marchés d'actions européens



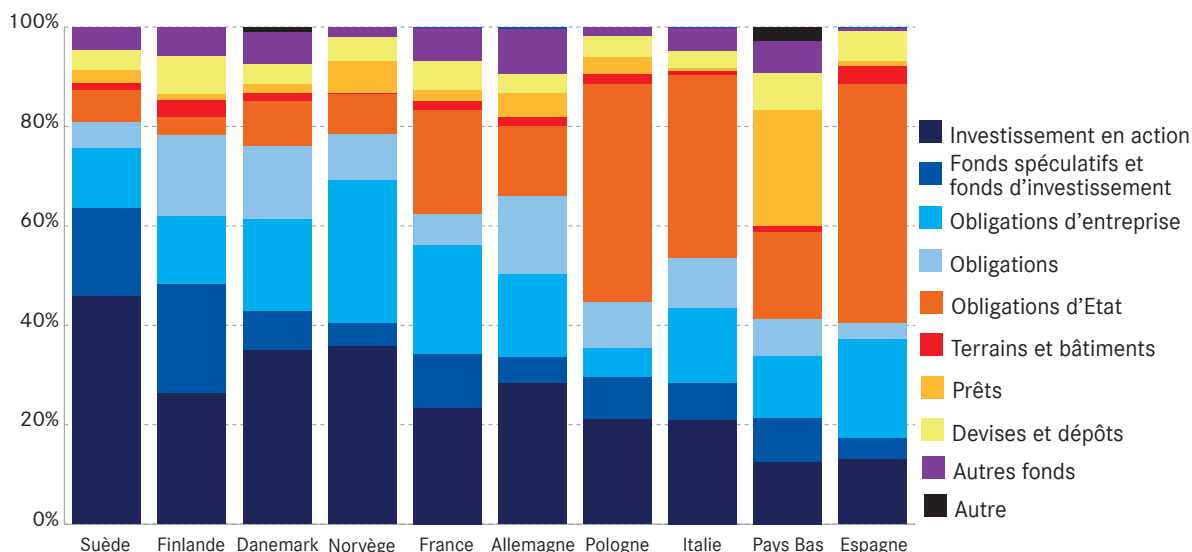
Les investisseurs institutionnels, tels que les fonds d'investissement, les compagnies d'assurance et les fonds de pension, apportent généralement la profondeur et la liquidité des marchés de capitaux. Les fonds de pension privés en France et en Allemagne sont petits par rapport à ceux du Danemark, des Pays Bas ou de la Suède, en lien avec d'importantes différences dans les systèmes de retraite de ces pays. Le renforcement des retraites supplémentaires par capitalisation pourrait accroître le montant des capitaux collectés par les fonds de pension (GCEE, 2023; Nöh et al. 2024). Cela permettrait de créer d'importantes réserves de capitaux et d'assurer des volumes d'investissement élevés sur le long terme. Ces fonds de pension pourraient être ouverts à tous les citoyens de l'UE. Par conséquent, les prestations de retraite ne seraient pas directement liées au lieu de travail et pourraient être maintenues en cas de changement d'emploi au sein de l'UE. Cela aurait un impact positif sur la mobilité de la main-d'œuvre dans l'UE. Ces fonds de pension devraient investir à l'échelle mondiale et de manière largement diversifiée afin de protéger les actifs de retraite. Ainsi, une part importante de ces actifs devrait être investie dans l'UE, compte tenu de son importance économique.

Les actions attribuables individuellement dans les fonds de pension permettraient à l'ensemble de la population de se familiariser avec les marchés des capitaux. Cela pourrait favoriser la culture des actions dans son ensemble.

Si, à l'avenir, cette mesure s'accompagnait d'une inscription automatique au régime de pension (une participation de principe avec une option de retrait « opt-out »), la participation aux marchés des capitaux augmenterait fortement. La littérature sur la finance comportementale (par ex. Mitchell et Utkus, 2004) montre que l'inscription automatique assortie d'une option « opt-out » peut augmenter la participation de 25 à 35 points de pourcentage (Beshears et al., 2006). Au Royaume-Uni, l'introduction de l'auto-inscription a fait passer le taux de participation aux régimes de retraite professionnelle à 86 % de l'ensemble des salariés du secteur privé (Department for Work & Pensions UK, 2020).

Bien que les exigences réglementaires ne constituent probablement pas un obstacle majeur aux décisions d'investissement, elles peuvent empêcher les fonds de pension d'investir directement dans des actions et des obligations (OCDE, 2022). Dans la plupart des pays, les actifs qui ne sont pas négociés sur des marchés réglementés, comme les actions non cotées, sont soumis à des limites plus strictes que les titres cotés. En outre, la plupart des pays interdisent ou plafonnent les investissements dans les fonds d'investissement privés. Certains de ces plafonds sont inférieurs à 5 % du capital de l'investisseur (OCDE, 2022). Le relèvement et la normalisation des limites d'investissement pour les fonds de pension seraient les bienvenus et leur donneraient plus de latitude pour prendre leurs propres décisions d'investissement. Des mesures similaires ont déjà porté leurs fruits aux États-Unis. La croissance des fonds de capital-risque y est largement attribuée à une modification de la réglementation des fonds de pension (ERISA) en 1979, qui leur a permis d'investir dans des actifs plus risqués à des fins de diversification du portefeuille (Gompers et Lerner,

Figure 4. Les avoirs des compagnies d'assurance varient selon les pays d'Europe, pourtant soumis aux mêmes règles, mais ils restent majoritairement investis dans les obligations et actifs les moins risqués



Source : EIOPA, calculs des auteurs.

1999). Cela a joué un rôle important dans l'augmentation du volume total des investissements dans les fonds de capital-risque, passé de 424 millions de dollars US en 1978 à plus de 4 milliards de dollars US en 1986. La part provenant des fonds de pension est passée de 15 % à plus de 50 % au cours de la même période (Gompers et Lerner, 2001).

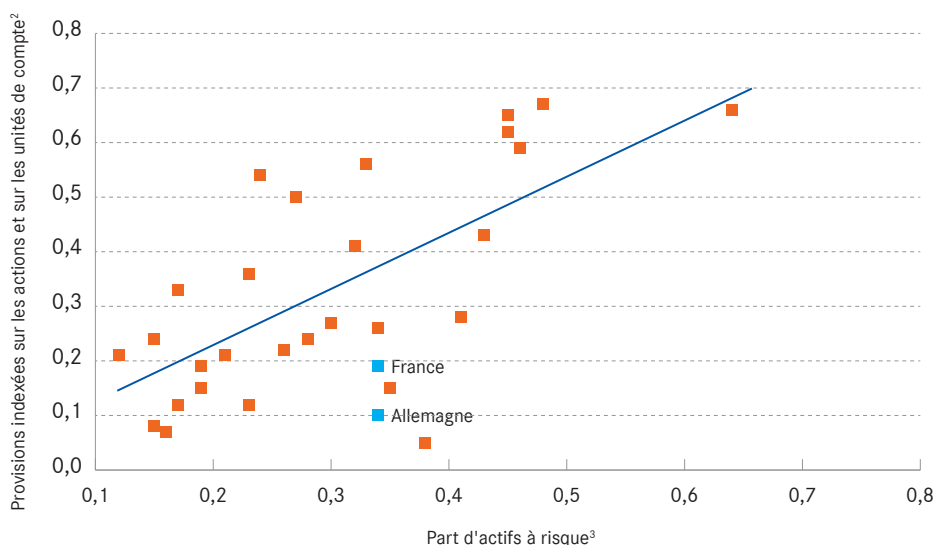
Les compagnies d'assurance jouent actuellement un rôle plus important en France et en Allemagne en raison de leur taille. Toutefois, la répartition des actifs des compagnies d'assurance françaises et allemandes est plutôt conservatrice. En 2022, un tiers des actifs des compagnies d'assurance des deux pays était investi en actions, y compris en capital-investissement, tandis que les obligations d'État et d'entreprises représentaient plus de 45 % de leurs actifs (Figure 4).

L'une des raisons de ce choix d'investissement peu favorable aux actions tient au type de produits vendus par les compagnies d'assurance-vie allemandes, françaises ou italiennes. Dans le cadre des polices d'assurance-vie traditionnelles, l'assuré reçoit un rendement garanti ainsi qu'une participation aux bénéfices. La compagnie d'assurance choisit la manière de gérer les actifs et supporte le risque financier. Ces portefeuilles sont investis dans des actifs à revenu fixe dont le risque est faible, tels que les obligations d'État, afin de garantir un rendement minimum. En revanche, les polices d'assurance indexées et en unités de compte n'offrent pas de rendements garantis, mais proposent un choix de risques et de rendements

d'investissement parmi lesquels choisir. Le souscripteur supporte le risque d'une mauvaise performance des investissements. Alors que les provisions pour les assurances-vie indexées et en unités de compte représentent 10 à 25 % des engagements des assureurs en Allemagne, en Italie et en France, elles constituent plus de 60 % des engagements totaux des assureurs en Suède et en Finlande. En se concentrant sur les 30 pays de l'Espace économique européen (EEE), la Figure 5 révèle une corrélation évidente entre la part des actifs plus risqués détenus par les compagnies d'assurance et la part des provisions pour assurance-vie sans garantie de rendement par rapport au total des engagements.

À l'avenir, un changement dans l'offre de produits pourrait modifier le choix des compagnies d'assurance en matière de classes d'investissement. En attendant, le renforcement des retraites supplémentaires par capitalisation sans garantie de rendement pourrait accroître le montant des capitaux collectés par les investisseurs institutionnels, investis à cette occasion sur les marchés d'actions. Le fait que les assureurs dans certains pays européens n'investissent que peu dans les actions est également lié à des différences de pratiques et de cultures de supervision nationales, bien que tous les pays partagent la même réglementation Solvabilité II. Cela pourrait inciter à renforcer la surveillance européenne en réformant l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP).

Figure 5. Corrélation entre les actifs risqués et les provisions des assurances vie non garanties¹



Note : ¹ Au dernier trimestre 2022. ² Partage des provisions techniques indexées sur les actions et sur les unités de compte par rapport au total des capacités. ³ Les actifs risqués comprennent les actions, les fonds spéculatifs et les fonds privés d'investissement en actions

Source : EIOPA, calculs des auteurs.

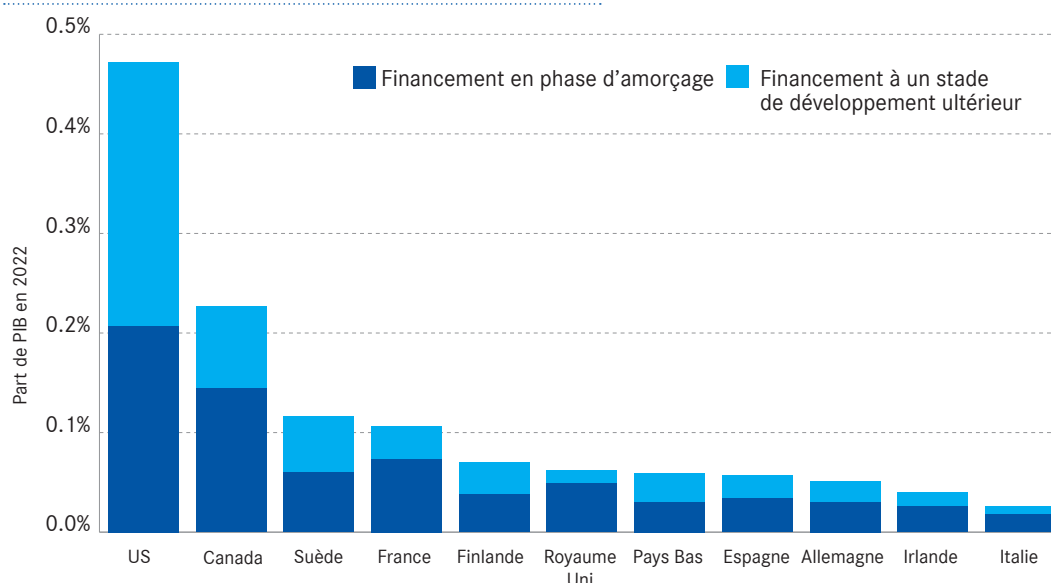
Accroître, coordonner et améliorer la gouvernance du financement public du capital-risque au niveau européen

Malgré une augmentation du financement des start-up par le capital-risque en Europe, le volume global des investissements en capital-risque rapportés au PIB reste nettement inférieur à celui des États-Unis, ceux en France et en

Allemagne étant respectivement cinq et huit fois inférieurs (Figure 6, a). De plus, l'UE reste confrontée à une pénurie de grands investisseurs institutionnels capables de participer à des tours de table plus importants en phase de sortie (revente de l'entreprise ou introduction en Bourse) (Figure 6, b). Il manque aux capital-risque en Europe des effets de réseau bénéfiques et des externalités positives qui accompagnent la concentration géographique de l'expertise des investisseurs, éléments indispensables à un écosystème de capital-risque dynamique.

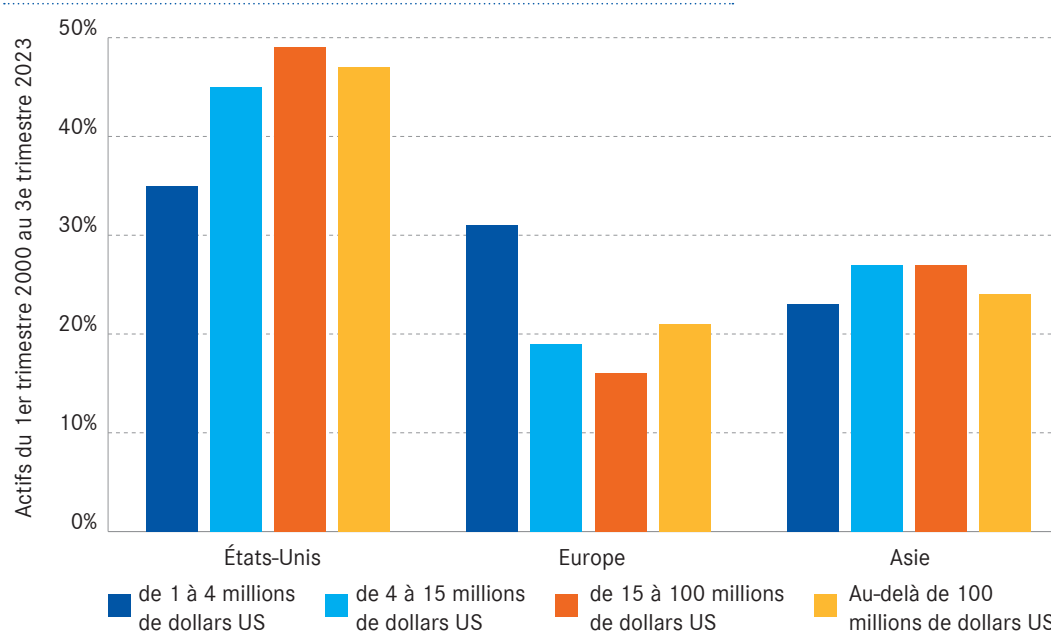
Figure 6. Le financement par capital-risque reste assez faible en Europe, surtout en phase de développement

a. Capital-risque aux Etats-Unis en comparaison avec l'Europe



Note: Le financement en phase d'amorçage inclut également celui des jeunes pousses et des start-up.

b. Les entreprises européennes réalisent rarement de grands tours de table



Note: La différence par rapport à 100 % est répartie sur le reste du monde. Source: Dealroom.co (2023), OCDE, calcul des auteurs.

Le segment du capital-risque joue un rôle essentiel pour stimuler l'innovation, en particulier dans les pays très développés où il est crucial de se maintenir à la frontière de l'innovation dans les technologies clés. Actuellement, l'industrie du capital-risque est concentrée à la fois financièrement et géographiquement dans de grands fonds aux États-Unis. Ce déséquilibre entraîne un nombre important de transferts d'entreprises innovantes de l'UE vers les États-Unis. Sur dix acquisitions de start-up européennes, neuf sont réalisées par des acheteurs américains (CAE 2016), posant des défis importants à la croissance et à la souveraineté de l'Europe.

L'atrophie relative du capital-risque européen peut être attribuée à plusieurs facteurs. Les marchés de capitaux manquent de profondeur et la participation des investisseurs institutionnels y est faible, ce qui limite les sources de financement pour les entreprises innovantes. L'Europe manque de fonds de pension solides avec un horizon à long terme, lesquels jouent un rôle crucial dans le financement des start-up aux États-Unis. Les investisseurs institutionnels européens préfèrent les investissements liquides et sûrs aux start-up afin de répondre à la demande des ménages pour des rendements garantis. De plus, le manque d'entrepreneurs « en série » est souvent cité comme un obstacle majeur pour que le capital-risque européen rattrape les performances des États-Unis (Axelson & Martinovic, 2016 ; EIF Venture Capital Survey, 2023). Aux États-Unis, les entrepreneurs qui réussissent réinvestissent leurs gains dans d'autres entreprises, en fournissant des fonds d'amorçage et une expertise entrepreneuriale, créant ainsi un effet d'entraînement. Cet effet est moindre en Europe en raison du départ des entrepreneurs à succès à l'étranger.

Bien que le segment du capital-risque en phase de démarrage ait connu une croissance positive ces dernières années, la faiblesse du segment en phase de sortie entrave toujours la capacité des entreprises à passer efficacement à l'échelle supérieure. Le capital-risque étant à la fois crucial et sous-développé, le co-investissement public dans des fonds (commanditaires) peut significativement contribuer à remédier aux défaillances de marché telles que les externalités positives liées à l'innovation, la nature procyclique du financement privé et la difficulté pour le secteur privé de financer des segments particulièrement risqués. Ce soutien public est nécessaire pour impulser une dynamique d'écosystème.

Ces initiatives, soutenues par l'État, présentent toutefois des risques importants si elles dépassent le cadre de l'investissement en tant que commanditaire (Limited Partners). Si elle opte pour des investissements directs, l'entité d'investissement soutenue par l'État ne disposerait pas nécessairement de l'expertise spécifique nécessaire pour identifier les secteurs et les entreprises d'avenir. Elle n'est pas intrinsèquement meilleure, et probablement moins bonne que le secteur privé pour « choisir

les gagnants ». En outre, l'investissement public direct pourrait évincer les concurrents privés qui ont d'autres objectifs de rentabilité et de collecte de capitaux. Un autre risque est que les lobbies influencent les décisions politiques et que les hommes politiques soient tentés d'utiliser ces fonds à des fins électorales. Or, une fois lancées, il est difficile de mettre un terme aux politiques publiques. Enfin, l'implication significative du secteur public peut être perçue négativement par les investisseurs étrangers s'ils considèrent le fonds soutenu par l'État comme le « bras armé » du gouvernement. Ces facteurs contribuent au succès mitigé à long terme des politiques industrielles et participent à l'accumulation d'institutions au fil du temps (CAE, 2016).

Au contraire, il est important de s'appuyer sur des initiatives qui ont fait leurs preuves en matière de démarrage d'un écosystème de capital-risque. Le programme israélien Yozma en fait partie. Il a réussi à mobiliser des fonds publics pour attirer des investissements privés. Ainsi par exemple pour un fonds de capital-risque de 20 millions de dollars, le gouvernement contribue à hauteur de 8 millions de dollars. De plus, le programme comprenait une option de rachat, permettant aux investisseurs de racheter la participation de l'État dans un délai de cinq ans à la valeur initiale majorée d'un taux d'intérêt prédéfini de 5 à 7 %. Le programme Yozma se caractérisait par sa volonté d'attirer des investisseurs étrangers plutôt que de s'appuyer uniquement sur des financiers locaux (Avnimelech et al., 2004; Wonglimpiyarat, 2016). Cette stratégie visait à apporter aux entrepreneurs israéliens une expertise internationale en matière d'investissement et un réseau mondial. Enfin, le programme a privilégié un processus administratif simple afin d'éviter les procédures lourdes et les exigences en matière de rapports.

Pour renforcer le développement du marché européen du capital-risque, des efforts concertés sont nécessaires aux niveaux national et européen. Une approche stratégique consiste à accroître le cofinancement public, en ciblant particulièrement le segment du marché en phase de sortie. Cette initiative devrait se concentrer sur la mobilisation de ressources par l'intermédiaire d'institutions telles que le Fonds européen d'investissement (FEI) et l'Initiative européenne des champions technologiques (ETCI). Ces entités jouent un rôle essentiel dans le soutien aux entreprises à grande échelle dans le secteur technologique, s'alignant ainsi sur les objectifs plus larges de l'UE visant à encourager l'innovation et la croissance économique.

De plus, il est essentiel d'améliorer la gouvernance et l'efficacité de l'intervention publique. Privilégier l'investissement indirect via des fonds de fonds plutôt que l'investissement direct permet une plus grande flexibilité et une meilleure gestion des risques. Cette approche permet non seulement de diversifier le portefeuille de projets soutenus, mais aussi de s'assurer que les investissements

s'appuient sur l'expertise et la connaissance du marché de gestionnaires de fonds expérimentés.

En adoptant ces mesures, l'UE peut stimuler la participation du secteur privé au financement du capital-risque et créer un environnement propice au développement des entreprises technologiques à fort potentiel. Cette approche coordonnée est essentielle pour positionner l'Europe en tant que leader de l'innovation et de l'entrepreneuriat.

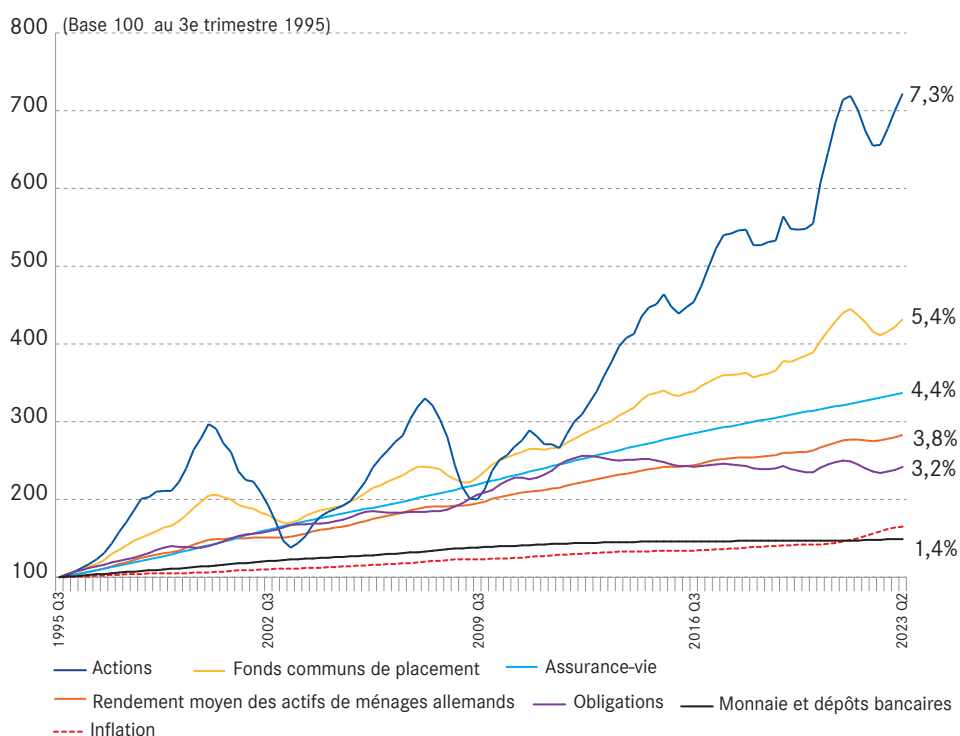
Instaurer la confiance pour accroître la participation des ménages aux marchés des capitaux

Les ménages de l'UE ont largement recours aux dépôts bancaires pour conserver leur épargne, malgré leurs faibles rendements au fil du temps. En 2022, les ménages allemands détenaient près de 42,8 % de leurs actifs financiers sous forme de liquidités et de dépôts bancaires, contre 31,3 % en France et 33,9 % dans l'Union européenne (Eurostat,

OCDE). Les investissements en actions et autres capitaux propres représentent une part beaucoup plus faible de la totalité des avoirs détenus dans les deux pays.

Au cours des trente dernières années, les rendements ont été beaucoup plus faibles pour les investissements en actifs à revenu fixe, y compris les produits d'assurance ou les titres de créance, que pour les portefeuilles investis en actions. Par exemple, la Bundesbank estime qu'un ménage allemand ayant investi 100 euros en actions à la fin de 1995 détiendrait 710 euros à la fin de 2023, contre 148 euros s'il avait conservé ces fonds en liquidités et dépôts bancaires (Figure 7). En examinant les rendements des actifs au cours des 150 dernières années, on constate que les rendements annuels moyens des actions ont été supérieurs à 10 %, soit un niveau équivalent à celui de l'immobilier résidentiel (Jordà et al. 2019). Bien qu'investir dans l'immobilier résidentiel offre des rendements similaires à ceux des actions avec une volatilité plus faible, il est toutefois nettement plus difficile d'y diversifier ses investissements dans ce secteur. Pourtant, la participation des ménages au marché boursier en France et en Allemagne reste faible, à respectivement 17 % (AMF, 2022) et 18 % (Deutsche Aktieninstitut, 2023).

Figure 7. Rendements par classe d'actifs en Allemagne



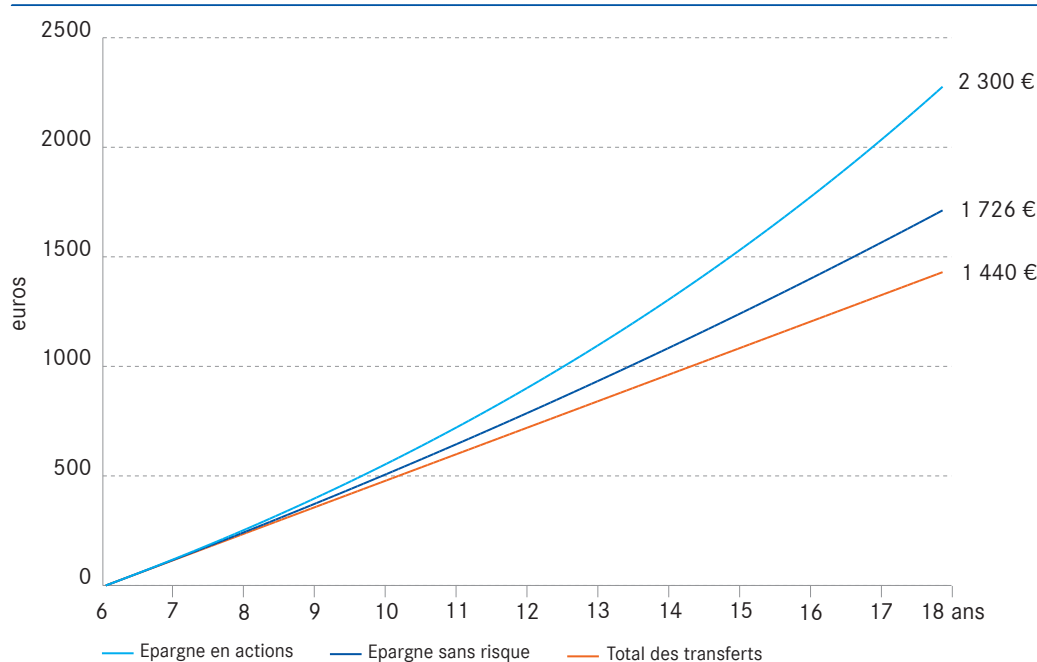
Note: les actions dégagent les plus hauts rendements tandis que les dépôts et la monnaie dépassent à peine l'inflation.

Source: Deutsche Bundesbank (2015).

Afin d'accroître la participation aux marchés des capitaux et de renforcer la confiance dans ces derniers, nous proposons de mettre en place des comptes d'investissement financés par l'UE pour les enfants (Figure 8). Le dépôt automatique, par exemple, de 10 € par mois et par enfant de 6 à 18 ans sous la forme d'une part de fonds d'investissement permettrait aux enfants de s'initier à l'investissement financier à long terme. Ils feraient l'expérience de différents cycles financiers et comprendraient le faible risque à long terme et les rendements élevés des investissements en actions. Les parents pourraient avoir la possibilité de compléter le montant de l'épargne, par exemple en puisant dans leur allocation mensuelle pour enfant (*Kindergeld* en Allemagne). Un programme similaire a été introduit avec succès en Israël en 2017. Cette mesure ne modifiera pas significativement le comportement d'épargne à court terme, mais peut être efficace pour changer les habitudes à long terme.

Il sera crucial de sélectionner un fonds d'actions à faibles frais et largement diversifié comme produit d'investissement obligatoire ou au moins un produit par défaut. Les parents pourraient avoir la possibilité de choisir un fonds d'investissement basé sur différentes catégories de risque, par exemple avec une part en actions plus ou moins élevée (50 %, 80 % ou 100 %). Les expériences menées dans d'autres pays montrent qu'un programme fondé sur ce choix tend à favoriser les ménages financièrement plus instruits, qui optent pour la part en actions la plus élevée grâce à leur compréhension du mécanisme de diversification. Les options d'investissement ne devraient pas inclure l'épargne bancaire ou les produits d'assurance. Le modèle pourrait s'inspirer de l'Agence suédoise de sélection des fonds, qui propose des fonds d'investissement pour le système suédois de retraite par capitalisation avec des frais de gestion très faibles. Les enfants pourraient ensuite accéder aux fonds une fois qu'ils ont 18 ans ou continuer à y investir pour se constituer une épargne à long terme.

Figure 8. Rendement de l'épargne accumulée sur les comptes d'investissement des enfants selon le type d'investissement



Note : l'épargne accumulée sur les comptes d'investissement des enfants est trois fois supérieure lorsqu'elle est investie en actions plutôt que dans des actifs sans risques. Le rendement annualisé d'investissement en actions internationales serait de 7,6 % contre 3 % pour les actifs sûrs, en se fondant sur une analyse de Bucher-Koenen et al (2019). L'investissement est de 10 euros par mois entre l'âge de 6 et 18 ans.

Source : calculs des auteurs.

Bibliographie



Autorité des marchés financiers (2022): Savings and Investment Barometer, décembre.

Avnimelech G., M. Kenney et M. Teubal (2004): « Building venture capital industries: Understanding the U.S. and Israeli experiences », *BRIE Working Paper* 160, Berkeley Roundtable on the International Economy, University of California.

Axelsson U. and M. Martinovic (2016): European venture capital: myths and facts.

Beck T., R. Döttling, T. Lambert and M. Van Dijk (2023): « Liquidity creation, investment, and growth », *Journal of Economic Growth* 28 (2), p. 297–336.

Beshears J., J.-J. Choi, D. Laibson and B.C. Madrian (2006): « The importance of default options for retirement saving outcomes: Evidence from the United States », *NBER Working Paper* 12009, National Bureau of Economic Research.

Bucher-Koenen T., J. Riedler and M. Weber (2019), «Kapitalanlage eines staatlich organisierten Altersvorsorgefonds», *ZEW Gutachten für den Verbraucherzentrale Bundesverband (vzbv)*, Leibniz Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung.

CAE (2016): « Renforcer le capital-risque français », *Les notes du conseil d'analyse économique* n° 33, juillet.

Department for Work & Pensions UK (2020): [Workplace pension participation and savings trends of eligible employees: 2009 to 2020](#), consulté le 5 avril 2023.

Deutsche Bundesbank (2015): « German households' saving and investment behaviour in light of the low-interest-rate environment », *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, octobre.

Deutsches Aktieninstitut (2023): « Deutschland kann Aktie! Trotz Rekordniveau muss die Politik jetzt liefern » n, *Studie Aktionärszahlen 2022*.

DG Trésor (2024): *Developing European Capital Markets to Finance the Future*, Direction générale du Trésor, 25 avril.

EIF (2023): « EIF Venture Capital Survey 2023: Market sentiment, scale-up financing and human capital », *EIF working paper* 2023/23, European Investment Fund, 12 octobre.

Commission européenne (2023): « Spring 2024 Economic Forecast: A gradual expansion amid high geopolitical risks », *Economic Forecast*, mai.

German Council of Economic Experts (2023): « Overcoming sluggish growth - investing in the future », *Annual Report*, novembre.

Gompers P. and J. Lerner (2001): « The venture capital revolution », *Journal of Economic Perspectives* 15 (2), p. 145–168.

Gompers P. and J. Lerner (1999): « What drives venture capital fundraising? », *NBER Working Paper* 6906, National Bureau of Economic Research.

van Hoenselaar F., B. Courrière, F. De Pace and V. Ziemann (2021): *Mortgage finance across OECD countries*.

Jordà Ò., K. Knoll, D. Kuvshinov, M. Schularick and A.M. Taylor (2019): « The rate of return on everything, 1870–2015 », *Quarterly Journal of Economics* 134 (3), p. 1225–1298.

Levine R., C. Lin and W. Xie (2016): « Spare tire? Stock markets, banking crises, and economic recoveries », *Journal of Financial Economics* 120 (1), p. 81–101.

Levitin A.J. (2023): « Report on the institutional and regulatory differences between the American and European securitization markets », Expertise für den Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, *Arbeitspapier*, mars.

Mitchell O.S. and S.P. Utkus (eds.) (2004): *Pension design and structure: new lessons from behavioral finance*, Oxford University Press.

Nadauld T.D. and M.S. Weisbach (2012): « Did securitization affect the cost of corporate debt? », *Journal of Financial Economics* 105 (2), p. 332–352.

Nöh L., C. Schaffranka and M. Werding (2024): « Ergänzende Kapitaldeckung der Altersvorsorge: Gründe, Gestaltungsoptionen und Auswirkungen », *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 25 (1), p. 28–44.

OCDE (2022): « Strengthening asset-backed pension systems in a post-COVID world », *OECD Publishing*.

Wonglimpiyarat J. (2016): « Exploring strategic venture capital financing with Silicon Valley style », *Technological Forecasting and Social Change* 102, p. 80–89.



**Franco-German
Council of Economic Experts**



Le Conseil allemand des experts économiques est un organisme académique qui conseille sur les questions de politique économique. Créé par une loi en 1963, il a pour mission d'apporter un point de vue d'expert impartial sous la forme d'évaluations périodiques du développement macroéconomique de l'Allemagne, aidant ainsi les responsables de la politique économique et le grand public à prendre des décisions éclairées.

Council Members

Prof. Dr. Dr. h.c. Monika Schnitzer, **Chair**
Prof. Dr. Veronika Grimm
Prof. Dr. Dr. h.c. Ulrike Malmendier
Prof. Dr. Achim Truger
Prof. Dr. Martin Werding

German Council of Economic Experts (GCEE)

c/o Federal Statistical Office
65189 Wiesbaden
Tel. : 0049 611 / 75 2390
Email : info@svr-wirtschaft.de
Internet : www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de



Le Conseil d'analyse économique, créé auprès du Premier ministre, a pour mission d'éclairer, par la confrontation des points de vue et des analyses de ses membres, les choix du gouvernement en matière économique.

Président délégué Camille Landais

Secrétaire générale Hélène Paris

Conseillers scientifiques

Jean Beuve, Claudine Desrieux,
Maxime Fajeau, Thomas Renault

Économistes/Chargés d'études

Circé Maillot, Max Molaro, Madeleine Péron,
Ariane Salem

Membres Adrien Auclert, Emmanuelle Auriol, Antoine Bozio, Sylvain Chassang, Anne Epaulard, Gabrielle Fack, François Fontaine, Julien Grenet, Maria Guadalupe, Fanny Henriot, Xavier Jaravel, Sébastien Jean, Camille Landais, Isabelle Méjean, Thomas Philippon, Xavier Ragot, Alexandra Roulet, Katheline Schubert, David Sraer, Stefanie Stantcheva, Jean Tirole

Correspondants

Dominique Bureau, Anne Perrot, Aurélien Saussay,
Ludovic Subran

Toutes les publications du CAE sont téléchargeables sur www.cae-eco.fr
ISSN 2273-8525

Directeur de la publication Camille Landais
Directrice de la rédaction Hélène Paris
Edition Hélène Spoladore

Contact Presse Hélène Spoladore
helene.spoladore@cae-eco.fr
Tél. : 07 88 87 55 44 – 01 42 75 77 47