

Quelles incitations réglementaires au financement par fonds propres aux États-Unis ?

Le rôle essentiel des fonds de pension publics

Le modèle américain de financement de l'économie par fonds propres contraste avec la prépondérance du financement par dette en Europe : à fin 2024, les fonds propres des entreprises pesaient plus de 210 % du produit intérieur brut aux États-Unis, contre environ 90 % en Europe. Depuis les années 1980, les fonds de pension, qui gèrent une partie en capitalisation du système de retraite états-unien, jouent un rôle essentiel pour apporter des fonds propres aux entreprises. Cet article décrit les règles qui ont encouragé les fonds de pension publics des États et des collectivités locales à investir en fonds propres dans des entreprises, en particulier celles d'entre elles qui sont au début de leur développement (capital-risque) et ne sont pas cotées en bourse (capital-investissement).

Riad BENAHMED

Bureau de représentation de la Banque de France à New York

Codes JEL
G22, G23,
G28

44 000 milliards de dollars

l'encours de l'épargne retraite aux États-Unis à fin 2024

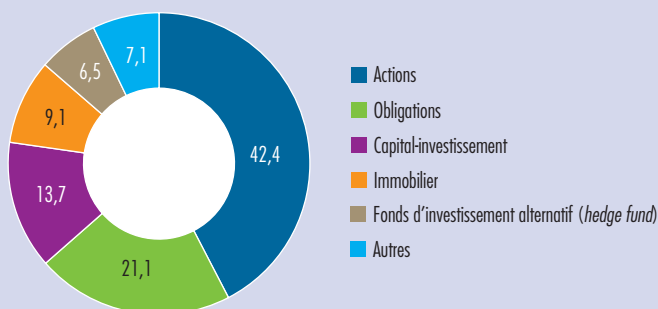
6 000 milliards de dollars

le total des actifs des fonds de pension publics des États et des collectivités locales aux États-Unis à fin 2024

13,7 %

la part des actifs des fonds de pension publics des États et des collectivités locales aux États-Unis alloués au capital-investissement en 2024

Allocation d'actifs des fonds de pension publics des États et des collectivités locales aux États-Unis, en 2024 (en %)



Source : Public Plans Data (PPD) du Center for Retirement Research at Boston College (CRR).

1 Aux États-Unis, les fonds de pension jouent un rôle essentiel dans le financement des entreprises par fonds propres

Un système de retraite mixte aux États-Unis, mêlant la répartition et la capitalisation

Un système de retraite peut être financé par répartition ou par capitalisation. La **répartition** repose sur un principe de solidarité entre les générations : les cotisations versées par les travailleurs sont immédiatement transmises sous forme de pensions aux retraités. Les sommes versées ne sont pas récupérables, mais les travailleurs acquièrent des droits à la retraite qui leur permettront de bénéficier également, le moment venu, d'une pension. À l'inverse, en **capitalisation**, les cotisations des travailleurs sont confiées à un fonds de placement, appelé **fonds de pension** (capitalisation collective), ou déposées sur un compte personnel (capitalisation individuelle). Elles sont alors placées en actions, obligations, autres actifs financiers ou biens immobiliers. Les travailleurs récupèrent à la retraite les sommes investies sous la forme d'une rente viagère ou d'un capital, augmentés des dividendes, intérêts, loyers et plus-values engendrés par leur placement.

Le système de retraite américain repose sur une structure à trois niveaux : la sécurité sociale par répartition, les régimes professionnels par capitalisation collective, et l'épargne individuelle. Depuis 1935, les États-Unis disposent d'un régime unique de retraite par **répartition** adossé à une sécurité sociale (*Social Security*) et financé par des prélèvements sur les revenus du travail. Pour la majorité des retraités américains, la sécurité sociale représente plus de la moitié du total de leurs revenus.

Ce régime par répartition est complété par des régimes complémentaires de retraite professionnelle, qui fonctionnent par **capitalisation**. Cette capitalisation est dite « collective », car elle est mise en place par l'employeur pour l'ensemble de ses employés. Deux modèles de fonds de pension coexistent :

- **À prestations définies** : l'employeur garantit un niveau de retraite selon des critères comme l'ancienneté ou le salaire ;

- **À cotisations définies** : aucune garantie n'est donnée sur le montant des pensions, qui dépend du capital accumulé (cotisations des employés, éventuellement abondées par leur employeur) et de son rendement.

Dans le secteur public, les fonds à prestations définies dominent, à l'image du CalPERS (*California Public Employees' Retirement System*, fonds de pension des employés publics de l'État de Californie). En revanche, le secteur privé privilégie les plans à cotisations définies, notamment les plans 401(k), où les salariés choisissent parmi des options d'investissement proposées par l'entreprise. Ces plans peuvent inclure des fonds d'investissement à date cible (*target-date funds*), qui ajustent automatiquement le niveau de risque selon l'âge du salarié.

Enfin, les individus peuvent ouvrir des comptes individuels d'épargne retraite (*individual retirement accounts*, IRA) ou souscrire à des produits d'assurance-vie, sans intervention de l'employeur.

Depuis les années 1980, deux grandes transformations ont marqué la capitalisation collective et la capitalisation individuelle :

- **La transition vers les cotisations définies** : les entreprises privées ont progressivement abandonné les régimes à prestations définies, transférant le risque aux salariés. Cette mutation s'est étalée sur deux décennies, avec une adoption massive des plans 401(k) dans les années 1990 et 2000 ;
- **La croissance vigoureuse de l'épargne individuelle** : les comptes d'épargne retraite et les produits d'assurance-vie ont connu un essor soutenu, renforçant le rôle de la capitalisation individuelle dans les revenus des retraités (cf. graphique 1 *infra*).

L'épargne retraite et le financement par fonds propres aux États-Unis

La capitalisation fait fructifier une épargne bloquée durant des décennies sur les marchés financiers. Aux États-Unis, cette épargne retraite s'élevait à plus de 44 000 milliards de dollars à fin 2024, soit plus de 140 % du PIB.

Toujours à fin 2024, les fonds de pension à **prestations définies** géraient des encours de plus de 12 000 milliards de dollars, soit un peu moins de 28 % du total de l'épargne retraite des États-Unis : 6 000 milliards pour les fonds de pension publics des États et des collectivités locales (comtés, municipalités, districts), 2 900 milliards pour les fonds de pension mis en place par l'État fédéral, et 3 300 milliards pour les fonds de pension des employeurs privés (cf. graphique 1).

Les fonds à **cotisations définies** représentaient plus de 12 500 milliards de dollars (plus de 28 % du total de l'épargne retraite), dont 8 800 milliards de dollars pour les seuls plans 401(k). Le reste de l'épargne retraite – soit environ 19 500 milliards de dollars (44 % du total des encours) – est logé dans des plans d'épargne retraite individuels, composés de comptes individuels ouverts dans des institutions financières et de contrats commercialisés par des compagnies d'assurance-vie.

Cette épargne retraite, comparée aux autres formes d'accumulation, présente une caractéristique précieuse : ses placements peuvent aller vers des prises de participation à long terme au capital des entreprises. Les entreprises ont besoin de fonds propres pour se développer, prendre des risques et innover.

Les investissements en fonds propres peuvent prendre plusieurs formes : achat d'actions cotées en bourse, prises de participations au capital de sociétés non cotées en bourse, souscription de parts de fonds d'investissement gérant des portefeuilles d'actions. Les prises de participation au capital de sociétés non cotées en bourse sont désignées sous le nom de **capital-investissement** (*private equity*). Elles se font généralement par l'intermédiaire de fonds d'investissement spécialisés, qui acquièrent un portefeuille de participations au capital de sociétés non cotées. Un sous-ensemble du capital-investissement, appelé **capital-risque** (*venture capital*), finance uniquement les prises de participation au capital d'entreprises innovantes en création ou les jeunes entreprises à fort potentiel de croissance (*start-up*, cf. annexe 1). Le capital-investissement et le capital-risque sont des placements à risque : les investisseurs risquent de ne jamais pouvoir revendre leurs actions non cotées en bourse et de tout perdre si les entreprises disparaissent. Mais si les entreprises financées réussissent, ils bénéficient de toute la plus-value engendrée par ce succès.

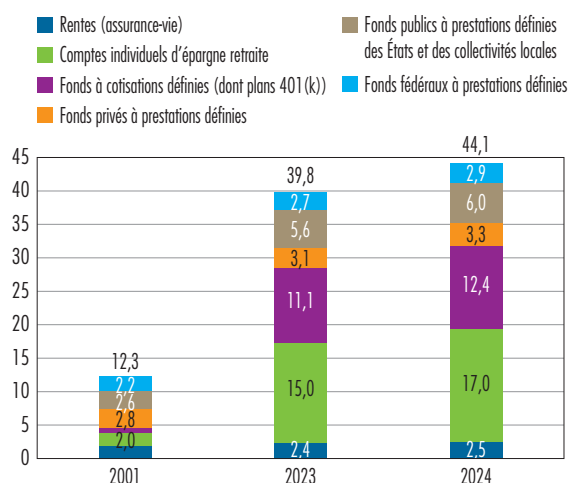
L'épargne retraite des États-Unis constitue une source majeure de fonds propres pour les entreprises américaines et certaines entreprises étrangères. Par exemple, à fin 2024, les plans à cotisations définies 401(k) et les comptes individuels d'épargne retraite consacraient plus de 70 % de leurs investissements aux fonds propres, soit plus de 17 000 milliards de dollars. Mais ces placements prennent pour l'essentiel la forme d'achat d'actions cotées en bourse ou de souscription à des parts de fonds d'actions classiques. Seulement 2 % des plans 401(k) proposent aux employés des investissements en capital-investissement et en capital-risque, qui représentent moins de 1 % des actifs des fonds à cotisations définies.

Les fonds de pension publics à prestations définies des États et des collectivités locales dominent les investissements en capital-risque et en capital-investissement

Aux États-Unis, contrairement à une idée reçue, ce sont les fonds de pension à prestations définies, plutôt que les fonds à cotisations définies (par exemple les plans 401(k)), qui prennent le plus de risques en affectant des sommes importantes au capital-investissement (capital-risque inclus).

G1 Épargne retraite aux États-Unis

(en milliers de milliards de dollars)



Sources : Investment Company Institute.

Les plus importants d'entre eux sont les fonds de pension publics des États et des collectivités locales, qui couvrent la retraite des agents publics qu'ils emploient.

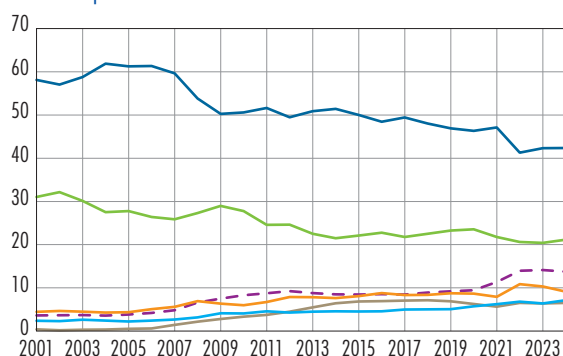
Les investissements des fonds de pension publics américains représentaient environ 6 000 milliards de dollars à fin 2024, soit environ 14 % de l'épargne retraite aux États-Unis. Depuis 2001, ils consacrent 55 % à 60 % de leurs actifs au financement par fonds propres. Toutefois, au sein du financement par fonds propres, depuis la crise financière de 2008 un mouvement de bascule s'exerce au profit du capital-investissement : le capital-investissement (capital-risque inclus) représentait 13,7 % des actifs de fonds de pension publics en 2024, contre seulement 4,8 % en 2007 (cf. graphique 2).

G2 Allocations d'actifs des fonds de pension publics des États et des collectivités locales aux États-Unis

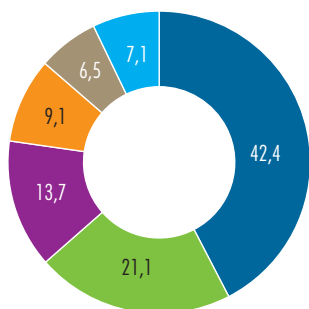
(en %)

— Actions — Capital-investissement — Fonds d'investissement alternatif (*hedge fund*)
— Obligations — Immobilier — Autres

a) Évolution depuis 2001



b) Répartition en 2024



Note : Années fiscales.

Source : Public Plans Data (PPD) du Center for Retirement Research at Boston College (CRR).

2 Quelles règles incitent les fonds de pension des États-Unis à prendre des risques ?

Un principe de prudence souple a permis aux fonds de pension de financer les entreprises sur des marchés de capitaux unifiés

Les fonds de pension conçoivent une politique de placement pour investir les cotisations de retraite des employés et de leurs employeurs. Cette politique doit se conformer aux règles prudentielles fixées par la puissance publique.

La loi américaine sur la sécurité des revenus de retraite des salariés (*Employee Retirement Income Security Act*, ERISA) de 1974 a établi, à l'échelle fédérale, des exigences minimales pour les fonds de pension privés des entreprises, en remplaçant un ensemble disparate de règles adoptées par les États. La loi ERISA impose aux gestionnaires des fonds de pension privés d'agir comme « un homme prudent » (*prudent man rule*).

Le ministère américain du Travail (Department of Labor), qui régit les plans de retraite privés, a donné en 1979 une interprétation souple du principe de prudence : il vise la politique générale de placement des fonds, plutôt que des classes particulières d'actifs. Il laisse ainsi une grande latitude aux gestionnaires des fonds de pension privés pour leurs investissements dès lors que deux exigences de base fixées par la loi ERISA sont respectées : i) les investissements sont suffisamment diversifiés (exigence de diversification) ; ii) les investissements sont engagés dans l'intérêt exclusif des participants et des bénéficiaires du fonds et avec « intelligence » (devoir de loyauté).

Si le cadre réglementaire ERISA ne s'applique qu'aux fonds de pension d'entreprises privées, les fonds de pension publics des États et des collectivités locales se sont également conformés au principe de prudence dans les années 1980. Ce principe a remplacé les listes statutaires (*legal lists*) des investissements autorisés, qui émanaient des États et restreignaient pour l'essentiel les actifs des fonds de pension publics aux valeurs du Trésor américain et aux obligations municipales.

L'interprétation souple du principe de prudence par le Department of Labor en 1979 a donné une impulsion décisive au capital-risque aux États-Unis : la taille de ce marché a décuplé en 8 ans, passant d'environ 500 millions de dollars à près de 5 milliards de dollars en 1987, dont près de 50 % provenant de placements de fonds de pension (Gompers, 1994).

Enfin, la participation des fonds de pension au capital-investissement et au capital-risque américains a été facilitée par une réforme du droit des titres financiers en 1996. En unifiant les marchés de capitaux états-unis, cette réforme a permis aux fonds de capital-risque et de capital-investissement ainsi qu'aux jeunes pousses (*start-up*) de lever plus facilement des fonds auprès des fonds de pension établis hors de leur État d'origine.

ENCADRÉ

Comment les États-Unis ont unifié leurs marchés de capital-investissement et de capital-risque : le tournant historique du *National Securities Markets Improvement Act* de 1996

Depuis la Grande Crise des années 1930, les États-Unis ont mené une entreprise séculaire d'unification de leurs marchés de capitaux. Jusqu'en 1996, les marchés de capitaux américains étaient fragmentés par la dualité du droit des titres financiers aux États-Unis, où l'on distingue le droit fédéral et le droit des 50 États de l'Union (lois appelées communément « *blue sky laws* »). Une jeune pousse (*start-up*) établie à Boston qui souhaitait lever des fonds auprès d'investisseurs résidents à New York, au Texas, en Californie ou en Géorgie devait se conformer aux droits des valeurs mobilières de chacun de ces États.

Cette fragmentation était particulièrement défavorable aux jeunes pousses ayant atteint un stade de développement avancé (*late stage*). En effet, si un cercle restreint d'investisseurs peut suffire aux levées de fonds en début de développement (*early stage*), les besoins de financement de ces entreprises à un stade de développement avancé requièrent souvent un cercle plus large d'investisseurs originaires de plusieurs États.

L'adoption en 1996 de la loi sur l'amélioration des marchés nationaux des valeurs mobilières (*National Securities Markets Improvement Act*, NSMIA) a permis de mettre fin à cette fragmentation et de créer un capital-risque véritablement national finançant tous les stades de développement des jeunes entreprises innovantes. Depuis son entrée en vigueur, les titres de capital émis conformément au droit fédéral¹ par des jeunes pousses et des fonds de capital-investissement (dont le capital-risque) échappent statutairement aux droits des États. Grâce au NSMIA, les émetteurs (jeunes pousses, fonds d'investissement) de titres financiers n'ont plus à se conformer aux réglementations de chaque État où résident leurs investisseurs. Les investisseurs hors de l'État d'origine, en particulier les fonds de pension, sont ainsi devenus plus accessibles (Ewens et Farre-Mensa, 2020).

Le faible développement du capital-risque en Europe a été identifié comme l'une des causes du retard de productivité de l'Europe vis-à-vis des États-Unis (Beau, 2025 ; Villeroy de Galhau, 2025a). Le tournant historique du NSMIA peut ainsi servir de point de repère à l'Europe : il a consisté à créer une voie parallèle qui contourne les réglementations des États, plutôt que de chercher à les harmoniser. Cette philosophie est analogue à celle qui sous-tend la proposition d'un 28^e régime européen pour réaliser l'Union pour l'épargne et l'investissement (Letta, 2024 ; Villeroy de Galhau, 2025b).

¹ C'est-à-dire qui bénéficient d'une dispense d'enregistrement auprès de la Securities and Exchange Commission (l'autorité fédérale de réglementation et de contrôle des marchés financiers américains) au titre de certaines règles (notamment la règle 506 de la « Regulation D »).

Les fonds de pension publics des États et des collectivités locales bénéficient d'une norme comptable favorisant l'investissement en capital-risque et en capital-investissement

Les fonds de pension à prestations définies sont tenus de verser des prestations de retraite d'un certain niveau à leurs bénéficiaires. Leur passif doit donc afficher un montant représentant les prestations de retraite déjà en cours de paiement ainsi que les droits de pension acquis par les futurs retraités. Les estimations de ce montant sont appelées **provisions techniques** en Europe : elles imposent de donner aujourd'hui une valeur à des engagements de retraite à très long terme. Pour calculer la valeur actuelle d'une somme à payer dans l'avenir, on divise les flux de paiements par un taux, appelé **taux d'actualisation** :

- les flux de paiement futurs des prestations de retraite acquises dépendent d'hypothèses dites actuarielles, c'est-à-dire économiques (par exemple, le futur niveau de l'inflation et le taux de croissance des salaires) et démographiques (par exemple l'âge de départ à la retraite et une table de mortalité) ;
- la valeur actualisée de ces promesses de prestations de retraite dépend du taux d'actualisation : plus ce taux est élevé, plus cette valeur est faible.

En règle générale, le taux d'actualisation doit être prudent, c'est-à-dire assez faible pour ne pas sous-estimer la valeur des engagements de retraite. Il est souvent fondé sur un taux sans risque (obligations souveraines ou contrats dérivés de *swap* de taux) ou sur un taux d'obligations d'entreprise de haute qualité. Cependant, aux États-Unis, les fonds de pension publics **sont soumis à une norme comptable dérogatoire**, fixée par le Government Accounting Standards Board. Cette norme autorise les fonds de pension des États et des collectivités locales à utiliser le taux de rentabilité attendu de leurs investissements pour actualiser ces passifs plutôt qu'un taux d'intérêt sans risque ou des taux du marché obligataire des entreprises. Or, plus les taux d'actualisation utilisés sont élevés, plus leur passif actuariel est faible. Cela permet d'améliorer la solvabilité du plan de retraite, que mesure la couverture des engagements de retraite (les provisions techniques) par un niveau suffisant d'actifs (cf. graphique 3).

Le rendement du capital-investissement (dont le capital-risque) est généralement plus élevé que celui des autres classes d'actifs (cf. graphique 4 *infra*). Les fonds de pension **publics** à prestations définies des États et des collectivités locales sont dès lors incités à consacrer une part importante de leur actif au capital-investissement pour accroître le rendement moyen de leur portefeuille et afficher

G3 Exemple simplifié de bilan économique d'un fonds de pension à prestations définies

Paievements annuels de 100 \$ pendant 20 ans aux bénéficiaires

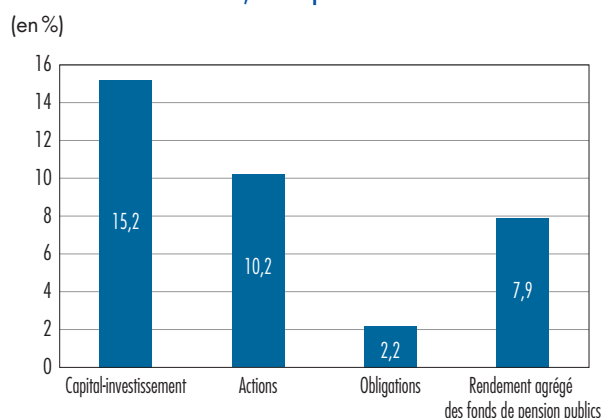
Taux d'actualisation à 3 %			Taux d'actualisation à 6 %		
ACTIF	PASSIF		ACTIF	PASSIF	
Portefeuille d'actifs 1 600 \$	Valeur actualisée des engagements de retraite 1 500 \$		Portefeuille d'actifs 1 600 \$	Valeur actualisée des engagements de retraite 1 150 \$	
	Marge de solvabilité 100 \$			Marge de solvabilité 450 \$	

Lecture : Dans cet exemple simplifié, un fonds de pension à prestations définies doit verser un montant annuel de retraite de 100 \$ pour l'ensemble de ses affiliés pendant 20 ans. La valeur actuelle de cet engagement est d'autant plus élevée que le taux d'actualisation utilisé est faible (environ 1 500 \$ pour un taux de 3 %, contre 1 150 \$ pour un taux de 6 %). Un taux d'actualisation plus élevé permet au fonds de pension de présenter un excédent de financement (marge de solvabilité) plus important.

Source : Représentation de la Banque de France à New York.

des engagements de retraite plus faibles. À l'inverse, les fonds de pension à prestations définies des **entreprises privées** américaines doivent évaluer leurs engagements de retraite au taux d'intérêt d'obligations d'entreprise de haute qualité, et non au taux de rentabilité attendu de leurs actifs. Cette différence de traitement comptable explique en partie le fait que l'allocation d'actifs par les fonds de pension publics soit historiquement plus risquée que celle des fonds privés (Norcross et Briggs, 2010).

G4 Taux de rendement annuel médian des actifs des fonds de pension publics des États et des collectivités locales aux États-Unis, sur la période 2013-2023



Sources : American Investment Council (AIC) et Public Plans Data (PPD) du Center for Retirement Research at Boston College (CRR).

Les fonds de pension publics des États et des collectivités locales ne sont pas soumis à une contrainte de solvabilité

Pour mesurer la **solvabilité** d'un plan de retraite, il faut comparer la valeur des actifs dans le fonds de pension à celle des engagements de retraite : le ratio de ces deux valeurs mesure le financement de ce plan. Un ratio de financement supérieur à 100% signifie qu'il y a suffisamment d'actifs dans le fonds de pension pour garantir le paiement des prestations de retraite acquises, en supposant que les hypothèses économiques et démographiques (dites actuarielles) se réalisent à l'avenir.

Pour un plan de retraite à **cotisations définies**, le ratio de financement est toujours égal à 100%, car l'employeur n'apporte aucune garantie sur le niveau des pensions : il s'engage seulement à restituer à chaque employé prenant sa retraite le montant cumulé de ses cotisations et des gains ou pertes générés par leur placement. À l'inverse, dans un plan de retraite à **prestations définies**, l'employeur peut avoir promis des pensions d'un niveau trop élevé par rapport aux cotisations encaissées par le fonds de pension, au rendement de leurs placements ou à l'évolution démographique de leurs bénéficiaires. Par exemple, si l'espérance de vie dans un État augmente et que les effectifs de la fonction publique de cet État (ou d'une collectivité locale) vieillissent et diminuent, son fonds de pension a de moins en moins de cotisants mais devra verser des pensions à un nombre croissant de retraités pendant une durée plus longue : dans ce cas, le ratio de financement peut être inférieur à 100%.

Les contraintes réglementaires de solvabilité sont presque inexistantes aux États-Unis. Seuls les fonds de pension à prestations définies des entreprises **privées** sont soumis à une forme de contrainte de solvabilité : la valeur des actifs du fonds de pension doit être au moins égale à celle des engagements de retraite (*minimum funding requirements*). La loi américaine impose aux entreprises de combler tout déficit¹ de financement de leur fonds de pension sous sept ans, par exemple en l'abondant par des contributions exceptionnelles pendant plusieurs années.

En cas de forte chute de la valeur de leurs investissements, les fonds de pension **privés** à prestations définies risquent d'être momentanément sous-financés, contraignant alors les entreprises à les abonder pour rétablir la conformité avec les exigences réglementaires de solvabilité. Ces dernières peuvent ainsi conduire les gestionnaires des fonds à prestations définies à consacrer moins d'actifs à des investissements présentant une forte volatilité comme les actions, le capital-investissement ou le capital-risque, en vue de limiter ce risque.

¹ Le déficit de la valeur des actifs de retraite par rapport à la valeur actuelle des engagements de retraite constitue une dette de l'entreprise, qui doit être inscrite à son bilan.

Ces contraintes réglementaires de solvabilité ne s'appliquent pas aux fonds de pension **publics** à prestations définies, qui peuvent afficher des actifs d'une valeur moindre que leur passif actuariel. À fin 2024, le ratio de financement moyen des 100 plus grands fonds de pension publics s'élevait à environ 80 %. Dans certains États (Connecticut, Illinois, Kentucky, Mississippi ou New Jersey), les fonds de pension publics affichent même des ratios de financement inférieurs à 60 %.

Lorsqu'un fonds de pension **public** à prestations définies est sous-financé, la valeur de ses actifs est inférieure à celle de ses engagements de retraite. Ce déficit de financement correspond à une dette² des États et des collectivités locales, car ils se sont engagés, en tant qu'employeurs publics, à servir des pensions d'un certain montant et devront abonder leur fonds de pension si celui-ci n'est pas en mesure d'honorer les engagements de prestations de retraite par son seul portefeuille d'actifs. Les fonds de pension publics bénéficient donc d'une garantie implicite de la puissance publique aux États-Unis.

À titre de comparaison, les contraintes réglementaires de solvabilité sont plus strictes en Europe :

- D'une part, la valeur des engagements de retraite (provisions techniques) est calculée en se fondant sur des **taux sans risque** (taux des obligations souveraines ou de swap) ou des **taux fixés réglementairement**, qui sont généralement moins élevés que le taux de rendement du portefeuille d'investissements des fonds ;
- D'autre part, les fonds de pension à prestations définies européens (couverts par la directive sur les institutions de retraite professionnelle) sont soumis à une exigence en capital, appelée **exigence de marge de solvabilité** : ils doivent couvrir non seulement la totalité de leurs engagements de retraite par un montant suffisant d'actifs, mais également détenir des actifs supplémentaires (un « coussin » de fonds propres). Aux Pays-Bas, les fonds de pension à prestations définies sont même soumis à des exigences en capital fondées sur les

risques de leurs investissements : plus un investissement présente un risque important de perte de capital (actions cotées ou capital-investissement), plus les actifs supplémentaires à détenir sont importants (Boon *et al.*, 2018 ; Jansen *et al.*, 2024).

*
**

L'horizon temporel des investisseurs institutionnels détermine en grande partie leur politique de placement en capital-risque et en capital-investissement (comme le suggère la comparaison des fonds de pension, des assureurs, et des fonds de dotation des universités américaines – cf. annexe 2). À cet égard, le capital « patient » des fonds de pension est particulièrement propice au développement des entreprises. Mais, aux États-Unis, il a dû être en outre encouragé par une réglementation adaptée pour s'y déployer. Ainsi, depuis 40 ans, les fonds de pension publics des États et des collectivités locales profitent d'un cadre réglementaire favorable à la prise de risque pour apporter massivement des fonds propres aux entreprises américaines, y compris celles qui ne sont pas cotées en bourse. En s'inspirant de cet exemple, des acteurs de l'industrie financière américaine appellent aujourd'hui à achever ce mouvement en ouvrant les comptes individuels d'épargne retraite des États-Uniens au capital-investissement (cf. annexe 3).

2 En vertu des normes comptables, cette dette n'est toutefois pas comptée dans la dette publique américaine.

Bibliographie

Beau (D.) (2025)

« Réduire l'incertitude et améliorer l'allocation de nos ressources pour soutenir le développement de nos entreprises », discours d'ouverture à la conférence annuelle de l'Observatoire du financement des entreprises par le marché (OFEM), 1^{er} avril.

[Télécharger le document](#)

Boon (L. N.), Brière (M.) et Rigot (S.) (2018)

« Regulation and pension fund risk-taking », *Journal of International Money and Finance*, vol. 84, juin, p. 23-41.

Ewens (M.) et Farre-Mensa (J.) (2020)

« The deregulation of the private equity markets and the decline in IPOs », *The Review of Financial Studies*, vol. 33, n° 12, décembre.

Fink (L.) (2025)

« The democratization of investing », lettre annuelle du président-directeur général de BlackRock aux investisseurs (*annual chairman's letter to investors*), 31 mars.

Gompers (P. A.) (1994)

« The rise and fall of venture capital », *Business and Economic History*, vol. 23, n° 2.

Jansen (K. A. E.), Klingler (S.), Ranaldo (A.)
et Duijm (P.) (2024)

« Pension liquidity risk », *DNB Working Paper*, n° 801, Banque des Pays-Bas, février.

Letta (E.) (2024)

Much more than a market, avril.

NAIC, National Association of Insurance Commissioners (2025)

« Slight decrease in U.S. insurers' schedule BA assets at year-end 2023 », *Capital Markets Special Reports*, 4 février.

Norcross (E.) et Biggs (A.) (2010)

« The crisis in public sector pension plans: a blueprint for reform in New Jersey », *Mercatus Working Papers*, n° 10-31, Mercatus Center, juin.

Villeroy de Galhau (F.) (2025a)

« L'Union pour l'épargne et l'investissement : incarner (enfin) une idée en actions », discours, 11 septembre.

[Télécharger le document](#)

Villeroy de Galhau (F.) (2025b)

« De la tétanie à la mobilisation générale – Comment agir face au basculement américain », *Lettre au Président de la République*, 9 avril.

[Télécharger le document](#)

Annexe 1

Capital-risque et capital-investissement : quelle différence ?

Le **capital-investissement** (*private equity*) désigne une activité de gestion d'actifs pour compte de tiers qui consiste à prendre des participations au capital de sociétés non cotées en bourse pour une durée moyenne à longue (3 à 15 ans). Il présente, pour l'essentiel, trois formes :

- Le **capital-risque** (*venture capital*) finance uniquement les opérations en fonds propres réalisées dans les entreprises innovantes en création ou les jeunes entreprises à fort potentiel de croissance ;
- Le **capital-développement** (*growth*) finance une nouvelle phase de développement d'entreprises plus matures que celles qui sont ciblées par le capital-risque ;
- Le **capital-transmission** (*leveraged buy-out*) finance par des effets de levier importants des entreprises matures dotées de perspectives de restructuration et de croissance en vue de les céder *in fine* en réalisant une plus-value.

Bien que le capital-risque constitue donc un sous-ensemble du capital-investissement, il en est souvent distingué et présenté comme une catégorie d'investissement à part entière. Aux États-Unis, à fin 2023, les encours du capital-investissement dépassaient 4 500 milliards de dollars : plus de 1 200 milliards pour le capital-risque et plus de 3 500 milliards pour les autres segments du capital-investissement.

Les fonds de capital-risque et de capital-investissement prennent généralement la forme de sociétés en commandite (*limited partnerships*), dont les parts sont souscrites par :

- Des **commanditaires** (*limited partners*), c'est-à-dire des fonds de pension publics et privés, des fonds souverains, des fonds de dotation des universités américaines, des gestionnaires d'actifs, des assureurs et des particuliers fortunés, qui apportent des capitaux bloqués pendant la durée de vie du fonds. Les fonds de pension à prestations définies, en particulier ceux des États et des collectivités locales, forment la catégorie la plus importante de commanditaires aux États-Unis ;
- Des **commandités** (*general partners*), auxquels les commanditaires délèguent la gestion des fonds.

Annexe 2

Comment les fonds de pension publics se comparent-ils aux autres grands investisseurs institutionnels des États-Unis ?

Les assureurs investissent bien moins en capital-investissement que les fonds de pension publics des États et des collectivités locales

Aux États-Unis, les **assureurs** gèrent un portefeuille d'investissements moins important que celui des fonds de pension. Leurs placements représentaient 8 500 milliards de dollars à fin 2023, soit environ 30 % du PIB américain. Ils ne consacraient qu'environ 2 % de leurs investissements au capital-investissement (dont le capital-risque) à fin 2023 (NAIC, 2025), soit près de sept fois moins que les fonds de pension des États et des collectivités locales.

Les investissements en capital-investissement et en capital-risque, bloqués durant une dizaine d'années, sont peu compatibles avec le modèle d'affaires des assureurs et leurs contraintes de liquidité (par exemple, risque de rachat ou besoin de stabilité des résultats pour verser régulièrement des dividendes à leurs actionnaires). Sous le régime de solvabilité des États-Unis, les assureurs doivent maintenir un montant suffisant de fonds propres pour couvrir le risque d'investissement de leur portefeuille. Les charges en capital des parts de fonds de capital-investissement et de capital-risque sont égales à environ 24 % et 20 % du montant des investissements pour, respectivement, les assureurs vie et les assureurs non-vie. Si ces charges en capital sont dans l'absolu souvent plus faibles qu'en Europe (où s'applique le cadre réglementaire Solvabilité II), elles sont importantes en comparaison du traitement prudentiel des investissements en instruments de dette aux États-Unis : la plupart des investissements en obligations de haute qualité bénéficient de charges en capital inférieures à 1 %.

Les assureurs états-uniens sont ainsi incités à financer les fonds de capital-investissement par des instruments de dette plutôt que de souscrire directement à leurs parts. Ce **financement par la dette** peut prendre deux formes : i) les assureurs peuvent consentir des facilités de crédit aux fonds de capital-investissement, garanties par la valeur nette des actifs du fonds (*net asset value facility*) ; ii) certains montages de titrisation permettent de transformer des parts de fonds de capital-investissement en titres de dette recueillant une note de crédit (*collateralized fund obligations*, CFO), qui peuvent être achetés par des assureurs et bénéficier d'une charge en capital mineure.

Comparés aux fonds de pension publics des États et des collectivités locales, les fonds de dotation des universités sont les seuls investisseurs états-uniens à allouer une plus grande part de leur actif au capital-investissement

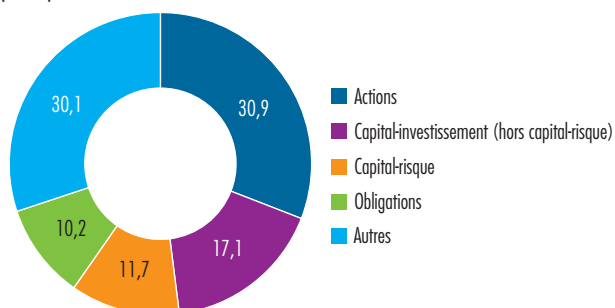
Les universités américaines reçoivent des dons irrévocables et sans contrepartie de leurs anciens élèves, d'entreprises ou de fondations, qu'elles peuvent loger dans un fonds, appelé **fonds de dotation** (*endowment fund*). Le fonds de dotation accumule les dons reçus et les place sur les marchés. Les revenus engendrés par ces placements peuvent servir à couvrir une partie des dépenses courantes des universités américaines. Les fonds de dotation universitaires ont un horizon de placement de très long terme, presque perpétuel, car les universités n'ont généralement pas le droit d'en consommer le capital.

À fin 2024, les fonds de dotation des universités américaines géraient près de 900 milliards de dollars d'actifs. S'ils sont de taille plus modeste que les fonds de pension publics des États et des collectivités locales, ils consacrent une part deux fois plus grande de leurs investissements au capital-risque et au capital-investissement : près de 30% en moyenne, dont 17% pour le capital-investissement

(hors capital-risque), et près de 12 % pour le seul capital-risque (cf. graphique *infra*). Ces investissements permettent aux fonds de dotation d'obtenir des rendements sans équivalent sur les marchés financiers et constituent le prolongement naturel de l'écosystème d'innovation des universités américaines (recherche fondamentale, brevets, incubateurs de *start-up*, etc.).

Allocation moyenne d'actifs des fonds de dotation des universités américaines, année fiscale 2024

(en %)



Source : National Association of College and University Business Officers (NABUCO).

Annexe 3

L'épargne retraite et la démocratisation du capital-investissement : un débat en cours aux États-Unis

Le capital-investissement et le capital-risque ont longtemps été réservés aux investisseurs institutionnels. Les tickets d'entrée, c'est-à-dire la somme minimale à investir lors de la souscription, sont généralement très élevés (plusieurs millions de dollars). En outre, à la différence des fonds de pension à prestations à définies, les fonds à cotisations définies, comme les plans 401(k), sont restés à l'écart du mouvement de bascule vers le capital-investissement et le capital-risque. Dans ces plans de retraite, le rôle des employeurs se limite à sélectionner un ensemble prudent de supports d'investissement éligibles. Ensuite, ce sont les employés eux-mêmes, c'est-à-dire des particuliers, qui déterminent l'allocation de leur épargne entre les différents supports d'investissements proposés et qui supportent l'intégralité du risque d'investissement. Dès lors, les employeurs américains ont toujours été réticents à inclure dans les plans 401(k) des supports de capital-investissement et de capital-risque peu liquides et avec des risques importants de pertes en capital, par peur que les employés ne se retournent contre eux pour manquement à leur devoir fiduciaire.

Pour démocratiser cette classe d'actifs et inciter les employeurs à franchir le pas, certains acteurs financiers invitent le ministère américain du Travail (Department of Labor) à confirmer explicitement que l'inclusion de fonds de capital-investissement et de capital-risque dans les plans

401(k) n'est pas contraire au devoir fiduciaire des employeurs. Par exemple, dans sa lettre annuelle aux investisseurs du 31 mars 2025, Larry Fink, le président-directeur général de BlackRock, appelle à abattre les « hautes murailles » de la finance dite privée (*private markets*) en la proposant comme option d'investissement sur les comptes individuels des participants aux plans 401(k). La finance privée comprend les grandes classes d'actifs non cotés : le capital-investissement (dont le capital-risque), le crédit distribué par des entités non bancaires (*private credit*), l'immobilier, et les infrastructures.

Conformément aux demandes de l'industrie financière, le président Donald Trump a signé un décret (*executive order*) le 7 août 2025 ordonnant au Department of Labor d'assouplir ses règles pour permettre aux plans 401(k) d'investir plus largement dans le capital-investissement.

Éditeur

Banque de France

Directeur de la publication

Claude Piot

Rédaction en chef

Corinne Dauchy

Secrétaire de rédaction

Alexandre Capony

Réalisation

Studio Création

Direction de la Communication

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

<https://www.banque-france.fr/fr/alertes/abonnements>

