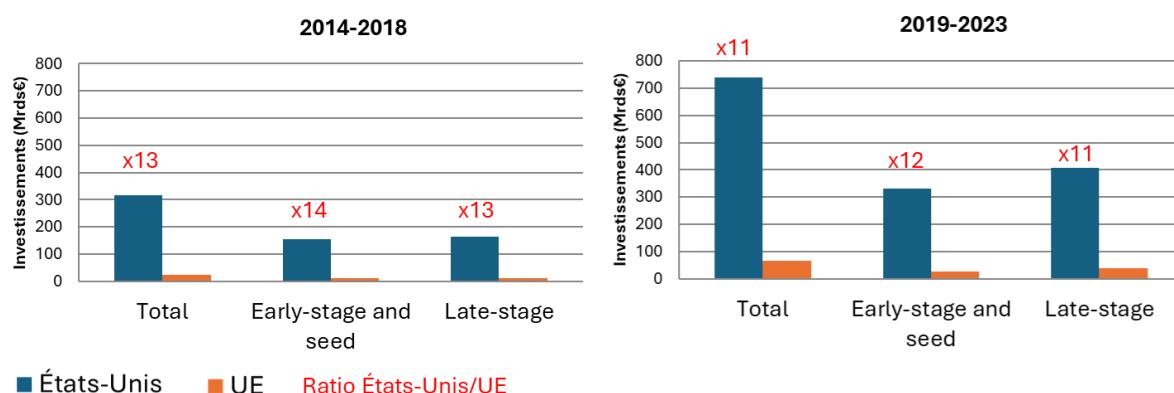


# Mettre à l'échelle le capital-risque européen : quelles pistes ?

Par Lucille Collet, Jean-Baptiste Gossé, Frédéric Guével et Camille Jehle

*Le capital-risque progresse en Europe mais reste très en deçà du modèle américain, ce qui constitue un frein à l'innovation. Ce retard tient à une faible mobilisation des investisseurs privés européens. Un écosystème plus intégré, des fonds paneuropéens et des mesures facilitant l'accès des investisseurs institutionnels au capital-risque sont clés pour renforcer le financement des start-ups.*

**Graphique 1. Montants investis en capital-risque en Union européenne et aux États-Unis**



Source : Invest Europe, NVCA, calculs BDF

## Un marché du capital-risque encore insuffisamment développé en dépit de progrès récents

Malgré un ralentissement du marché ces deux dernières années – après la forte croissance observée entre 2020 et 2022 – les investissements annuels en capital-risque (*Venture capital, VC*) dans l'Union européenne (UE) ont fortement cru depuis 2010 pour passer de 2,5 Mds€ à plus de 10 Mds€ en 2023.

Le marché européen du capital-risque reste toutefois en retrait par rapport aux États-Unis. Entre 2014 et 2023, les investissements en capital-risque ont ainsi atteint au total 89 Mds€ dans l'UE contre plus de 1000 Mds€ aux États-Unis et l'écart ne s'est que marginalement réduit. Ce retard affecte uniformément toutes les étapes de financement des start-ups. Si le manque de fonds européens de grande taille limite le financement des phases de croissance avancée (cf. Julien-Vauzelle et al., 2022), les difficultés persistent également dès les premières phases, notamment lors de l'amorçage (Graphique 1).

Le capital-risque joue pourtant un rôle central pour soutenir l'innovation, en permettant l'émergence et le développement de jeunes entreprises à fort potentiel. En acceptant de porter un risque élevé sur des horizons longs, les investisseurs en capital-risque offrent un mode de financement particulièrement adapté aux start-ups. Le déficit européen en la matière constitue l'une des causes identifiées dans le rapport Draghi (2024) pour expliquer le retard technologique et de productivité croissant de l'Europe vis-à-vis des États-Unis.

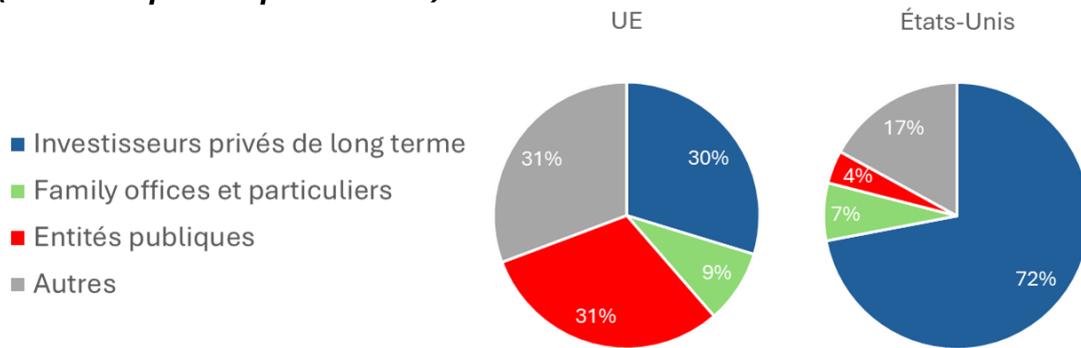
### **Rôle clé des acteurs publics et manque d'appétence des investisseurs institutionnels en Europe**

L'intervention publique est utile pour pallier certaines défaillances de marché, notamment lorsque l'horizon des investisseurs privés est trop court au regard du temps nécessaire à la maturation de l'entreprise. En Europe, la combinaison d'instruments nationaux (via Bpifrance ou KfW en Allemagne) et européens (notamment via le Fonds européen d'investissement – FEI – et l'Initiative Champions technologiques européens – ICTE) contribue au développement de l'écosystème en stimulant l'offre globale de financement. Sur la période 2013-2023, les montants investis dans le capital-risque par les acteurs publics sont comparables aux États-Unis et en Europe, de l'ordre de 40Mds€ ([Arnold et al., 2024](#)), mais ils ont représenté 30 % des investisseurs dans l'UE, contre seulement 4 % aux États-Unis. Ainsi, la faiblesse relative du financement du capital-risque en Europe s'explique avant tout par l'insuffisante mobilisation des investisseurs financiers privés de long terme, dont la contribution est dix-sept fois plus faible qu'aux États-Unis (Graphique 2).

Développer le marché du capital-risque européen nécessite d'élargir et diversifier la base d'investisseurs privés. À la différence des États-Unis, où les fonds de pension et les fonds de dotation des universités jouent un rôle moteur, ces acteurs sont moins présents en Europe. Les investisseurs institutionnels européens, notamment les assureurs, privilégiennent traditionnellement les produits de taux. Les assureurs européens investissaient à hauteur de 1,45% de leurs placements en capital-investissement (une catégorie plus large que le capital-risque regroupant les investissements institutionnels en fonds propres dans des entreprises non cotées pour financer leur développement, leur transformation et leur expansion) au quatrième trimestre 2024. Les investisseurs institutionnels capables d'investir à long terme tout en diversifiant leurs risques sont pourtant bien placés pour jouer un rôle plus actif dans le capital-risque. La révision de la directive Solvabilité II contribue par exemple à lever certains obstacles à l'investissement en capital-risque pour les assureurs, en facilitant l'accès au dispositif *Long-Term Equity Investment* (LTEI).

### **Graphique 2. Répartition des investisseurs entre 2013 et 2023**

**(En % du capital risque total levé)**



Source : [Arnold et al., 2024](#)

### **Le développement de l'écosystème du capital-risque européen nécessite des efforts combinés**

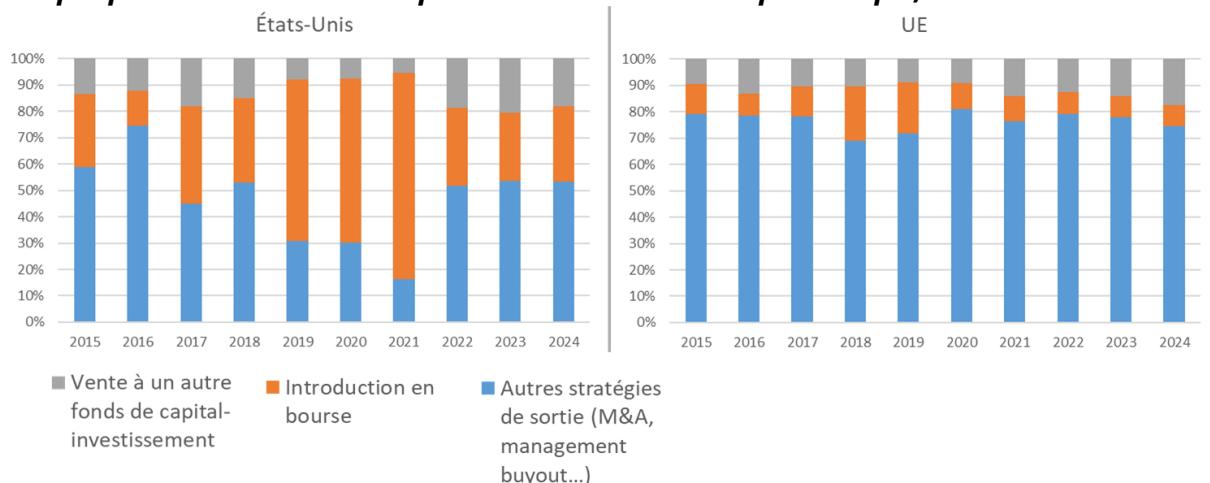
Du côté de l'offre, le caractère réduit de la base d'investisseurs en capital-risque en Europe reflète d'abord la préférence des épargnants pour la liquidité et la sécurité. Les investisseurs institutionnels recherchent ainsi pour leurs clients des fonds diversifiés, avec un historique de performance suffisant et une capacité à absorber des montants d'investissement permettant de ne pas dépasser certaines limites de concentration. Or, la fragmentation des marchés européens peut limiter l'émergence de tels fonds, bénéficiant d'une taille critique en termes de diversification notamment.

Les fonds de capital-risque font également face à des difficultés lorsqu'il s'agit de déboucler leurs positions, notamment pour revendre leurs participations dans les start-ups. Ces sorties peuvent prendre la forme de ventes à d'autres fonds ou à des entreprises, mais aussi d'introductions en bourse – une voie toutefois moins fréquente dans l'UE (Graphique 3). Le manque de solutions pour financer les sorties dégrade la performance des fonds et limite, en conséquence, le financement de l'innovation. Or, l'introduction en bourse accroît la rentabilité de l'entreprise, son niveau d'emploi et sa capacité d'innovation ([Böninghausen et al., 2025](#)). Il est donc nécessaire de favoriser le développement de fonds pan-européens capables de soutenir les passages à l'échelle supérieure (*scale-up*) des entreprises innovantes, ainsi que le développement à long terme d'un marché coté uniifié et liquide, incluant les PME. Un tel marché constituerait un levier puissant, bien qu'ambitieux, pour réduire les freins au financement de l'innovation.

Du côté de la demande, cette situation affecte les start-ups européennes qui optent souvent pour un financement auprès de fonds de capital-risque étrangers, notamment américains. L'attrait pour ces fonds tient autant à leur capacité de financement qu'à la force de leur écosystème, qui bénéficie d'effets de réseaux importants.

Au-delà des seuls leviers financiers, favoriser le développement d'entreprises innovantes implique de stimuler le passage de la recherche scientifique à l'entrepreneuriat et l'éducation financière, lesquels constituent des leviers essentiels pour faire émerger davantage de projets à fort potentiel. De même, la création d'un système réglementaire et fiscal commun dédié, tel que le 28<sup>ème</sup> régime proposé par la Commission européenne, permettrait d'offrir aux entreprises innovantes des règles harmonisées à l'échelle de l'UE et de les aider à tirer pleinement profit du marché unique.

**Graphique 3. Évolution de la répartition des sorties de capital-risque, en montants**



Source : Invest Europe, NVCA

## Des initiatives publiques pour faciliter l'accès des investisseurs institutionnels de l'UE au capital-Risque

Pour attirer davantage d'investisseurs institutionnels privés vers le capital-risque, plusieurs pistes méritent d'être explorées. Les fonds de fonds européens – tel que l'ICTE 2.0 qui sera lancé en 2026 par le FEI – permettent aux investisseurs institutionnels ne disposant pas de l'expertise nécessaire en interne d'accéder à une diversification efficace et à des coûts de gestion réduits (cf. schéma ci-dessous). Toutefois, leur attractivité reste limitée pour les grands acteurs, qui préfèrent souvent investir directement dans les fonds de capital-risque. L'europeanisation de l'initiative [Tibi](#) – envisagée par la Commission européenne sous la forme d'un *Pacte européen volontaire pour l'investissement dans l'innovation* – offrirait une alternative intéressante : elle favoriserait la constitution de fonds plus importants à l'échelle européenne et atténuerait le biais domestique des initiatives nationales, tout en laissant aux investisseurs la liberté de choisir les fonds de capital-risque retenus (cf. schéma ci-dessous). En complément, la révision du label européen *European Venture Capital* (EuVECA) pour les fonds de capital-risque – prévue par la Commission européenne en 2026 – pourrait faciliter la levée de fonds transfrontières plus importants en élargissant la base d'actifs et de stratégies éligibles.

**Schéma. Pistes pour améliorer le financement des start-ups en UE**

