

BIENVENUE À LA CONFÉRENCE

COMMENT MOBILISER L'ÉPARGNE DE LONG TERME POUR FINANCER LES ENTREPRISES EUROPÉENNES ?



**DELPHINE
D'AMARZIT**



**SOPHIE
BARBIER**



**AGNÈS
BÉNASSY-QUÉRÉ**



**MARIE
BRIÈRE**



**MARIE-HÉLÈNE
BROIHANNE**



**FABRICE
DEMARIGNY**



**BERTRAND
DUMONT**



**OLIVIER
GARNIER**



**ABEL
GONZALES-
HISHINUMA**



**CHRISTIAN
KÖNIG**



**DOMINIQUE
LEBLANC**



**MARC
LEFEVRE**



**GRÉGOIRE
NAACKÉ**



**FABRIZIO
PAGANI**



**GÉRARD
RAMEIX**



**SÉBASTIEN
RASPIILLER**



**DOROTHÉE
ROUZET**

Introduction



**AGNÈS
BÉNASSY-QUÉRÉ**

Sous-gouverneure de la
Banque de France



**MARIE
BRIÈRE**

Directrice générale de l'Institut
Louis Bachelier et responsable de
la recherche investisseurs,
Amundi Institute



**GRÉGOIRE
NAACKÉ**

Directeur exécutif de
l'Observatoire de l'Épargne
Européenne (OEE)





Comment “mobiliser” l’épargne de long terme pour financer les entreprises européennes ?

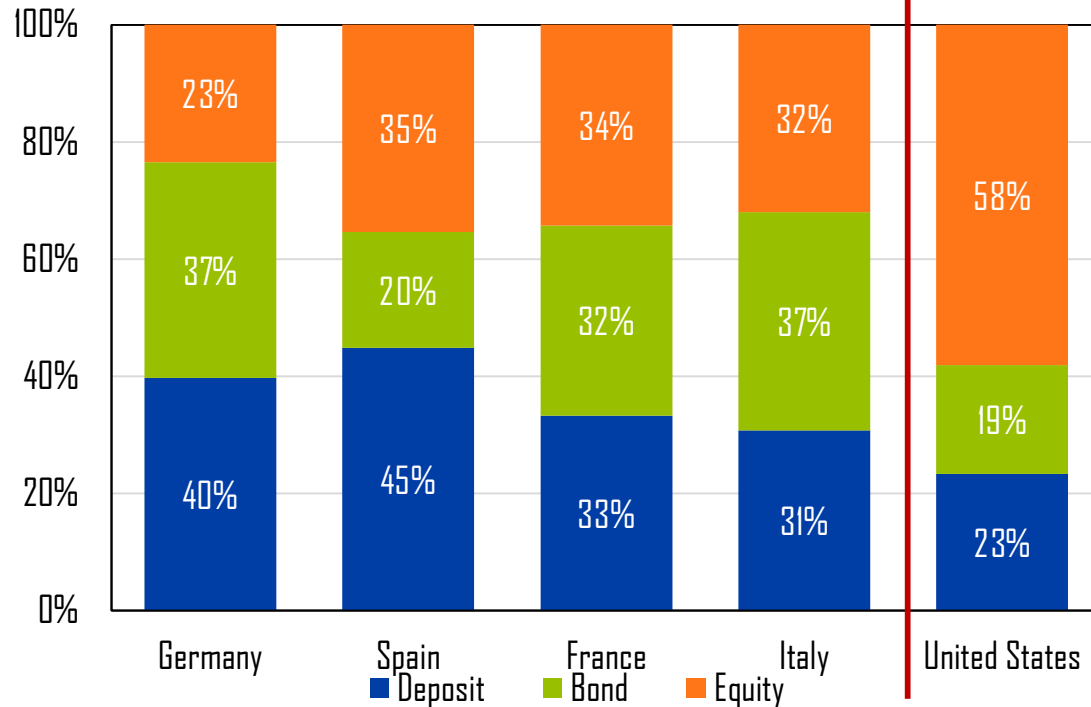
Conference organisée par: Banque de France, Direction Générale du Trésor, Institut Jacques Delors (IJD), Institut Louis Bachelier (ILB), Institut pour la Recherche de la Caisse des Dépôts, Observatoire de l’Epargne Européenne (OEE)

Collège de France, Paris, 7 October 2026

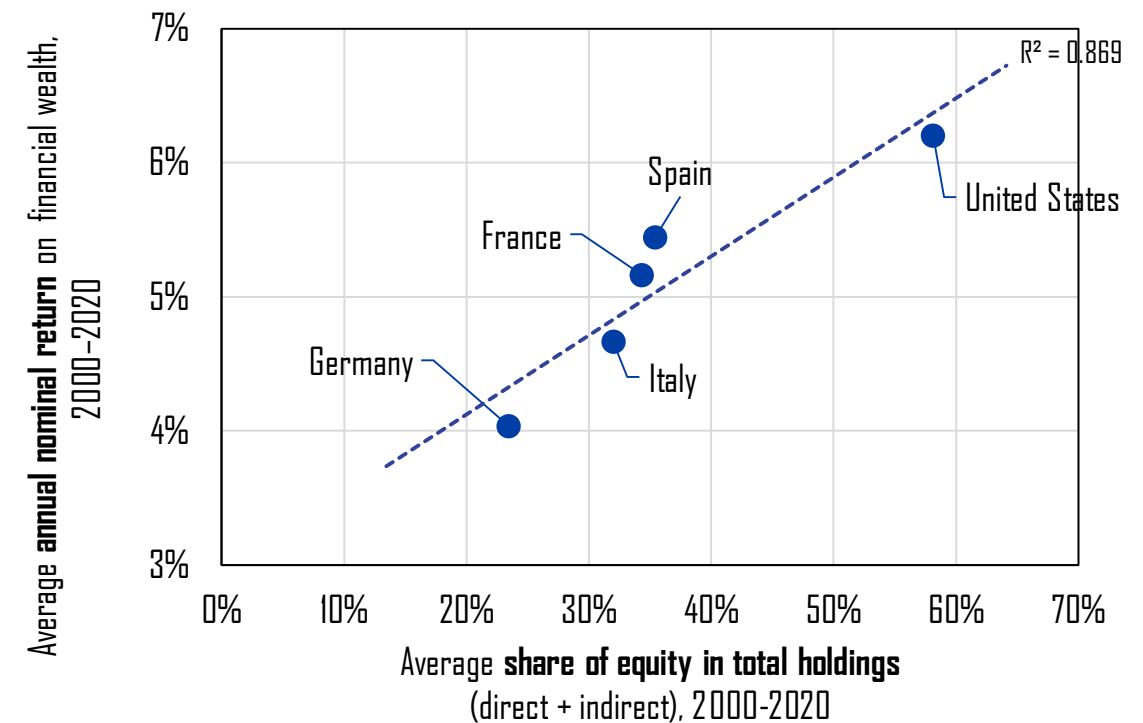
Agnès Bénassy-Quéré

SAVING: encouraging households and institutional investors' participation in capital markets

Average portfolio weights (2000-2020)
Direct and indirect holdings



Relationship between share of equity (x) and nominal return (y), 2000-2020



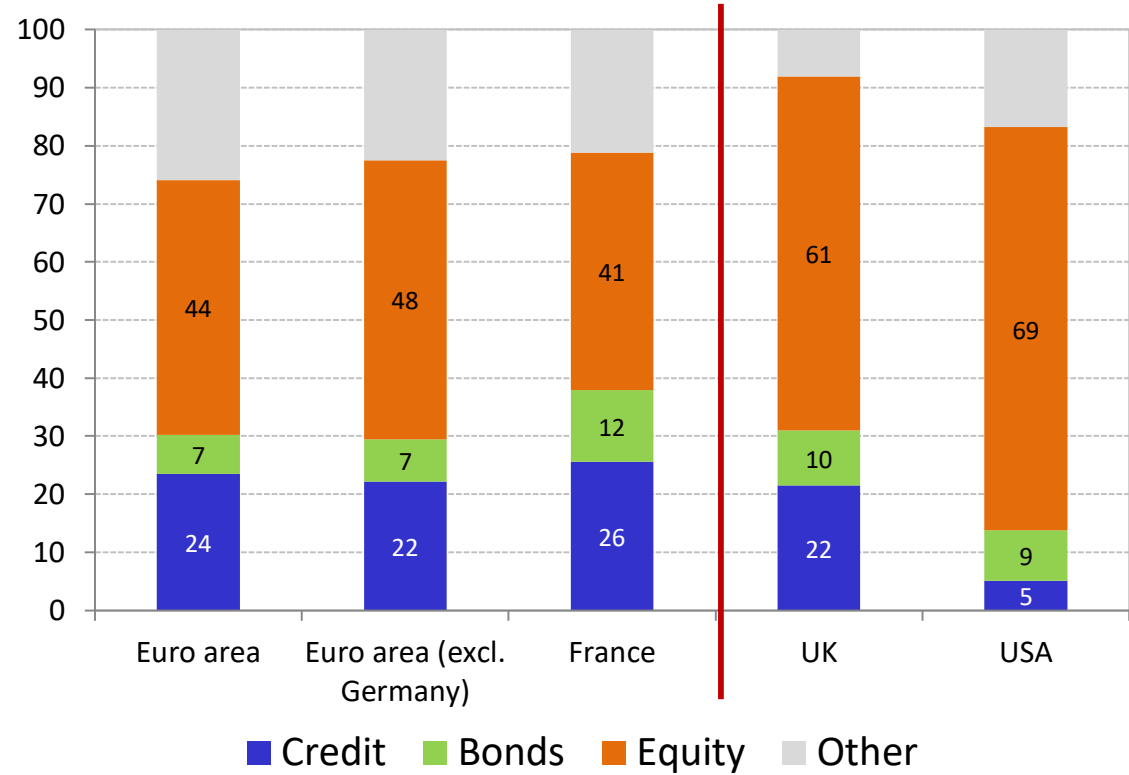
Source: Banque de France calculations using data from Jordà-Schularick-Taylor Macrohistory Database, financial accounts for the United States, quarterly sectoral accounts for European countries, the ECB, EIOPA Occupational Pensions Statistics, and EIOPA Insurance Statistics

Notes: The average return on financial wealth is calculated as the weighted sum of the returns on the three main asset classes. It includes interests, dividends, and capital gains. Indirect holdings (investment funds, life insurance and pension funds) are reallocated to the three asset classes using a look-through exercise.

For full details see the footnote of Figure 2 in [Dear savings: the Savings and Investments Union \(Part I\)](#) | Banque de France.

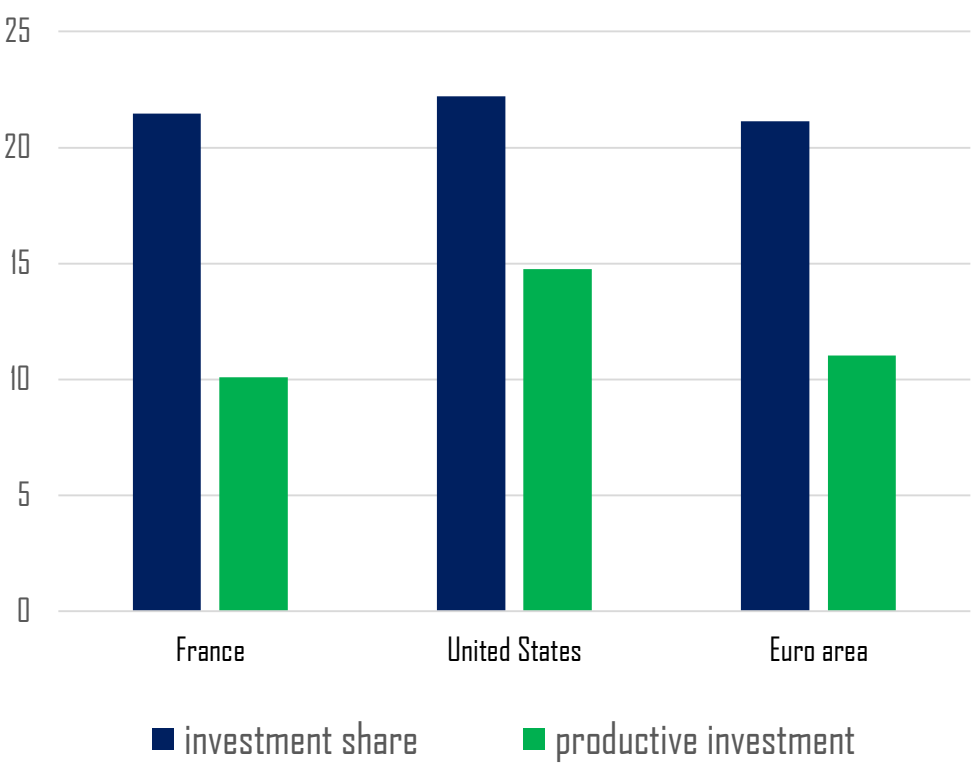
INVESTMENTS: enhancing the NFCs' access to equity financing

NFC financing: equity vs debt
(in % of total liabilities, 2026 Q1)



Source: Banque de France
Note: Statistics on NFCs equity for Germany are not fully reliable. For the sake of accuracy, the second column displays the EA without Germany.

Total investment and productive investment (% GDP - Jan 2025)



Source: OECD
Note: total investment corresponds to total GFCF, productive investment to total GFCF, less construction (housing, other buildings and works, etc.).

ROADMAP: three main levers

1

Single supervision of significant intermediaries

A unified supervision of significant financial actors by ESMA (CSD, CCP, PSCA) to reduce cross-border fragmentation

KEY EU INITIATIVE



- Market Integration and Supervision Package (MISP)



Lower intermediation costs, more competition and innovation, euro-wide strategies

2

Simplification of savings products

Make it easier for Europeans to allocate savings in more attractive risk-return products, e.g. through auto-enrolment in supplementary pensions, and simpler & more transparent products.

KEY EU INITIATIVES



- PEPP review
- Recommendations on auto-enrolment in supplementary pensions
- EU Savings and Investments Accounts & financial literacy
- Retail Investment Strategy



Higher and broader participation in capital markets by households

3

Tokenisation

Make (regulated) tokenised finance more accessible than legacy finance for both households and firms.

KEY EU INITIATIVES



- Market Integration and Supervision Package (MISP)
- DLT Pilot Regime



Broader access to NFCs' equity financing, more efficient and lower-cost financial services for households and firms

Key takeaways



Popular misconceptions

- Europeans **should not** invest overseas
 - Excess savings by construction are invested abroad
- Their savings should be “**mobilized**” to finance productive investment
 - Savers should remain free

Purpose is rather: to offer European savers better risk-return opportunities and to offer European firms a better access to the funding

- All savers (not just the rich), all firms (not just the big ones, not just the innovators)

→ In case of success, productive investment will increase in Europe, which will reduce excess savings, and... European savers will no longer be blamed for investing abroad!

COMPORTEMENTS D'ÉPARGNE DES MÉNAGES, ALLOCATION ET PROFIL DES ÉPARGNANTS

Avec Olivier Garnier, Senior Fellow à l'Institut Montaigne &
Grégoire Naacke, directeur exécutif de l'Observatoire de l'Épargne Européenne (OEE).





OLIVIER GARNIER

Senior Fellow à
l'Institut Montaigne.



EUROPE SUFFERS
NOT SO MUCH FROM A
'FLIGHT' OF SAVINGS
AS FROM
INSUFFICIENT
ALLOCATION TO
EQUITIES.

L'épargne européenne ne « fuit » pas mais est mal allouée

Olivier GARNIER

Senior Fellow - Institut Montaigne

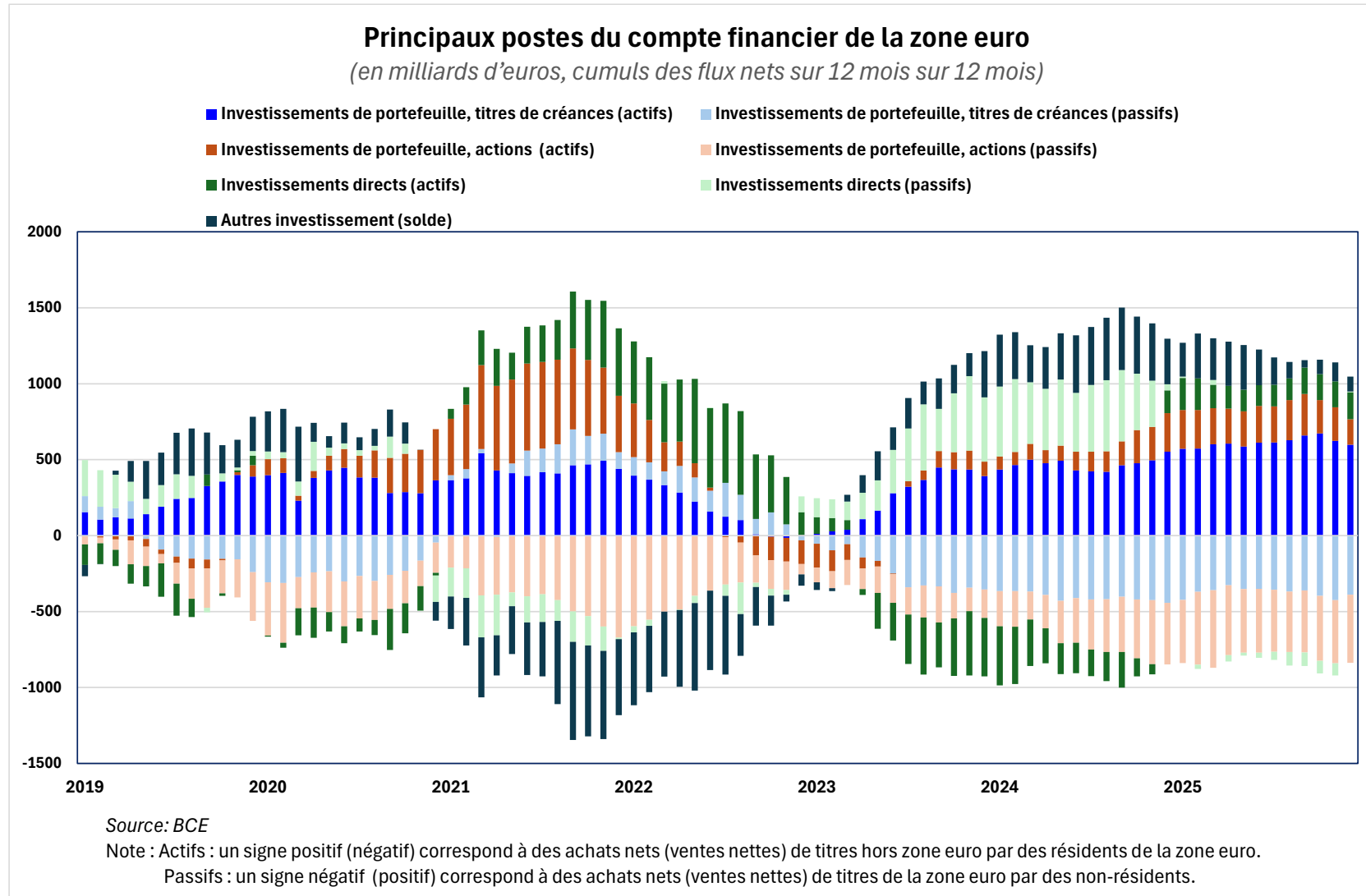
Collège de France - 7 octobre 2026

De l'interprétation de l'excédent de la balance courante de la zone euro

- Excédent de la balance courante de la zone euro :
 - 304Mds€ (1,9% du PIB) en cumulé de T2 2024 à T2 2025
 - 265Mds€ (1,6% du PIB) en cumulé de T2 2025 à T2 2026

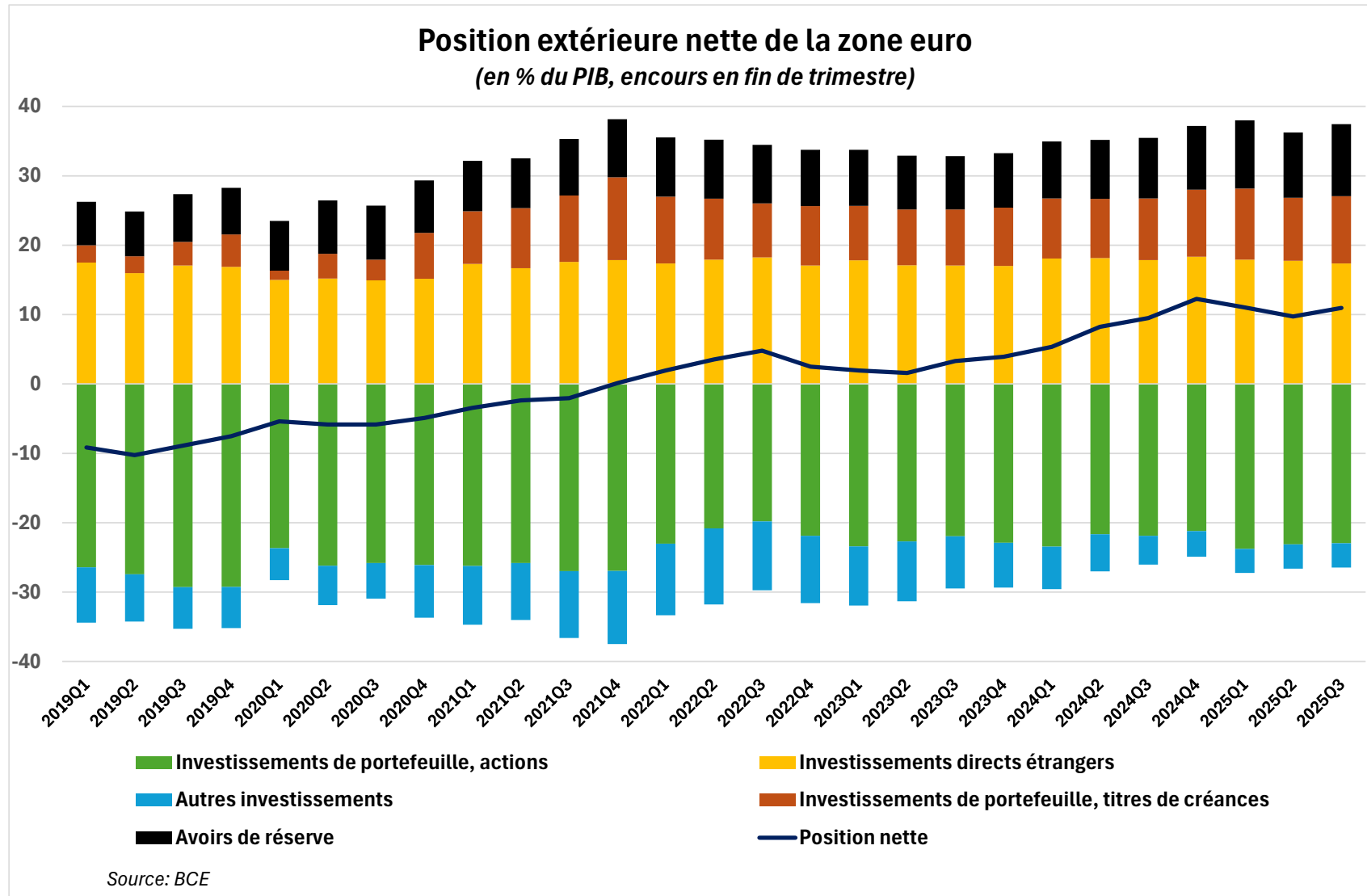
- Une interprétation répandue mais erronée :
 - Cet excédent reflèterait une fuite de l'épargne européenne vers le reste du monde → instaurer une « préférence européenne » en matière d'épargne
 - Cas de la Chine : excédent large et durable en dépit d'un strict contrôle des sorties de capitaux

La zone euro importe davantage d'investissements de portefeuille qu'elle n'en exporte, du fait d'un large déficit du côté des actions

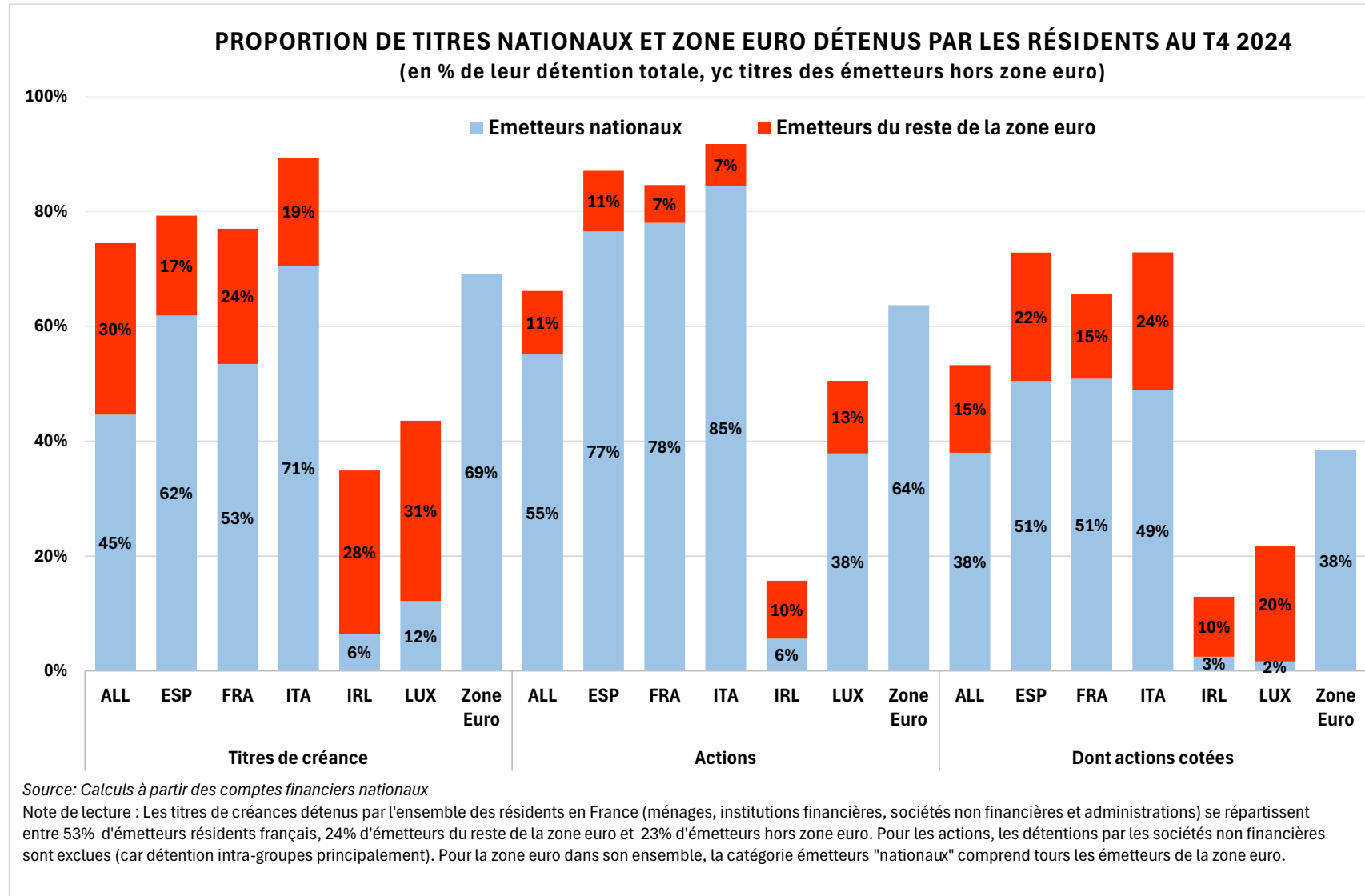


L'excédent de l'épargne par rapport à l'investissement se retrouve non pas sous la forme de sorties nettes d'investissement de portefeuille mais de sorties nettes d'investissements directs

La position extérieure nette de la zone euro sur les actions demeure négative en dépit de la surperformance de la bourse américaine



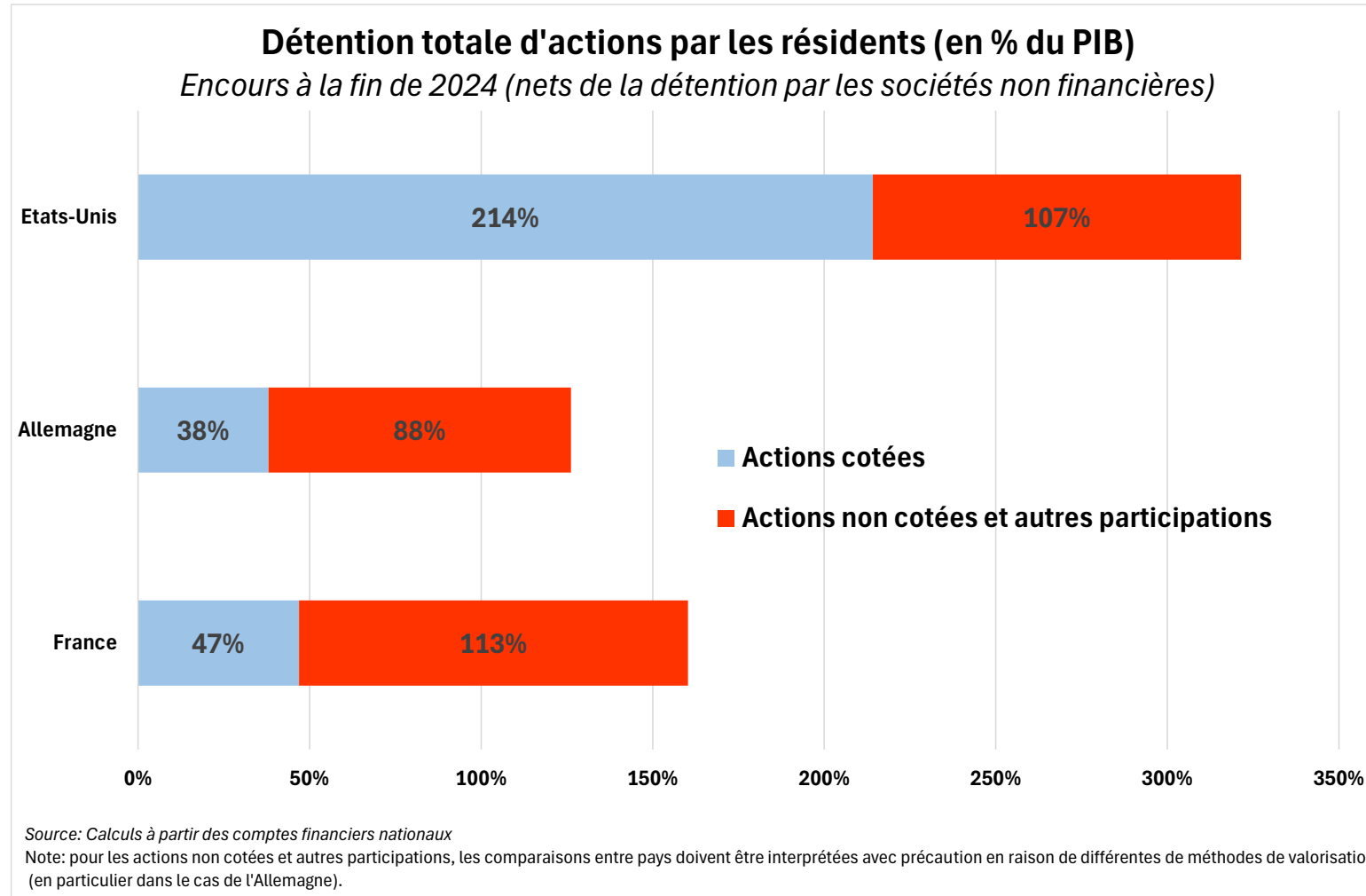
Les placements financiers des Européens continuent de refléter un large « biais domestique »



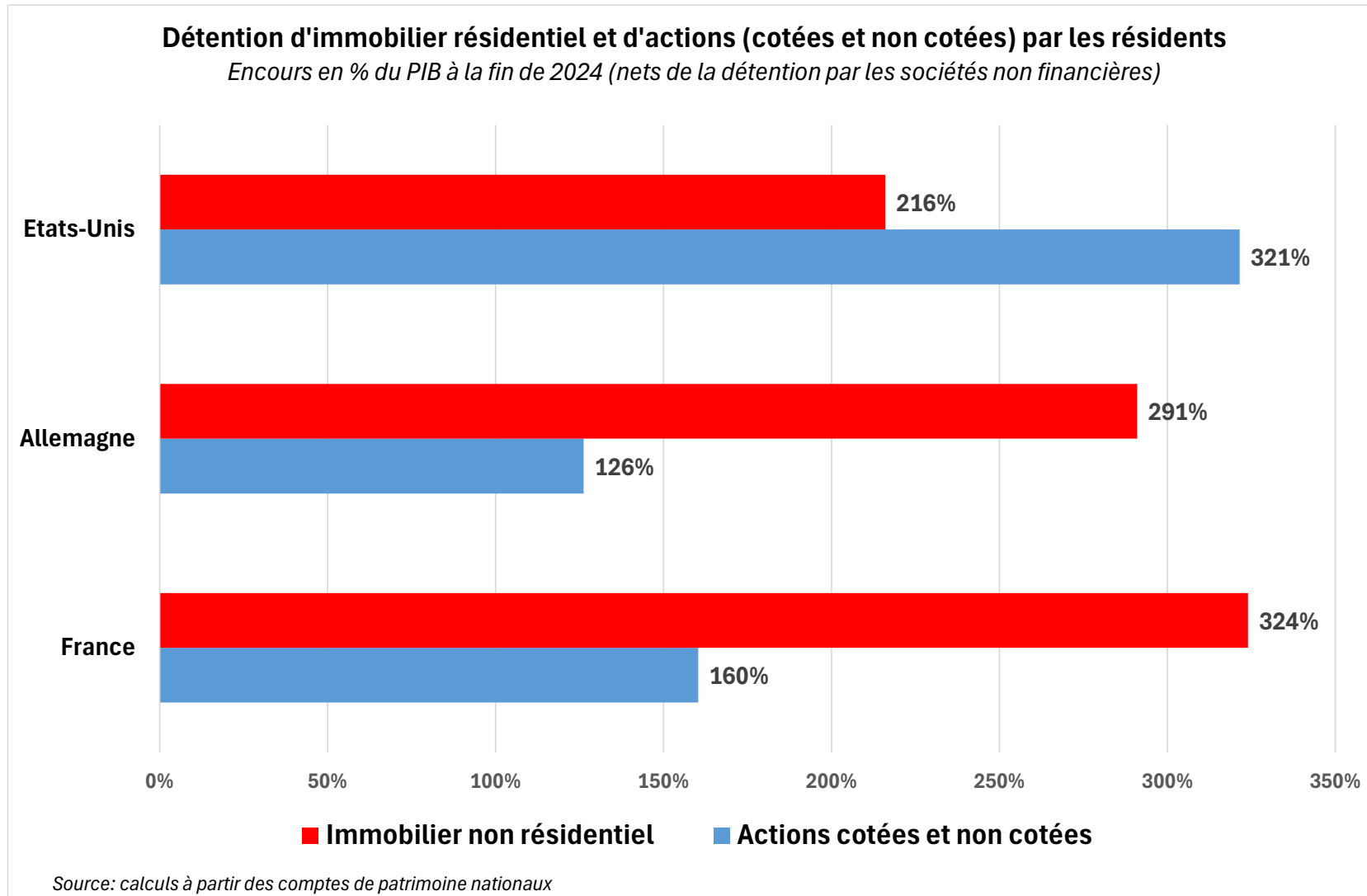
Poids dans la capitalisation boursière mondiale :

- France : 3-4%
- Zone euro : 11-12%

Le vrai problème de l'épargne européenne est non pas son allocation géographique mais son insuffisante allocation en actions



Zone euro vs. Etats-Unis : une hiérarchie inverse des détentions en actions et en immobilier résidentiel



Conclusion : l'insuffisante allocation en actions amplifie le surplus d'épargne par rapport à l'investissement en zone euro

- Conséquences de l'insuffisante allocation de l'épargne en actions :
 - D'un côté, les épargnants européens doivent épargner davantage pour obtenir le même gain.
 - De l'autre, des fonds propres plus rares et plus chers pénalisent l'investissement et l'innovation des entreprises, alors même que la rentabilité du capital en zone euro est déjà handicapée par des marchés de biens et services encore insuffisamment intégrés.
- Union pour l'épargne et l'investissement + compléter le marché unique européen (Rapports Draghi et Letta)



GRÉGOIRE NAACKÉ

Directeur exécutif de l'Observatoire
de l'Épargne Européenne (OEE).



PRÉSENTATION DE
L'INDICE OEE DE
MESURE DE LA
PERFORMANCE DE
L'ÉPARGNE
FINANCIÈRE DES
MÉNAGES.



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE
EUROPEAN SAVINGS INSTITUTE

Mesure de la performance de l'épargne financière des ménages

Grégoire NAACKÉ, Directeur de l'Observatoire de l'Epargne Européenne

Collège de France - 7 octobre 2026

QUELQUES MOTS SUR L'OEE

Mission définie dans les statuts :

- ▶ L'objet de l'Association est d'exécuter, de faire exécuter et de faire connaître par des moyens appropriés toute réflexion, étude et recherche sur l'épargne, son rôle économique et social et les facteurs susceptibles de l'influencer, notamment dans une perspective européenne.

Vision :

- ▶ Mieux comprendre les déterminants et les enjeux économiques de l'épargne, et cela au niveau des pays européens, dont les économies sont étroitement interdépendantes, en particulier au sein de la zone Euro.

Depuis sa création en 1999, l'OEE a :

- ▶ facilité la réalisation de plus de 50 études par des équipes de recherche universitaires de renom sur les sujets de l'épargne et constitué une base de données statistiques unique ;
- ▶ activement contribué au débat public et constitué un lieu de rencontre et d'échange privilégié pour ses membres ;
- ▶ répondu avec succès aux appels d'offres d'institutions internationales telles que la Commission Européenne, la BCE, la Banque de France, la Fédération bancaire française ou l'OCDE.

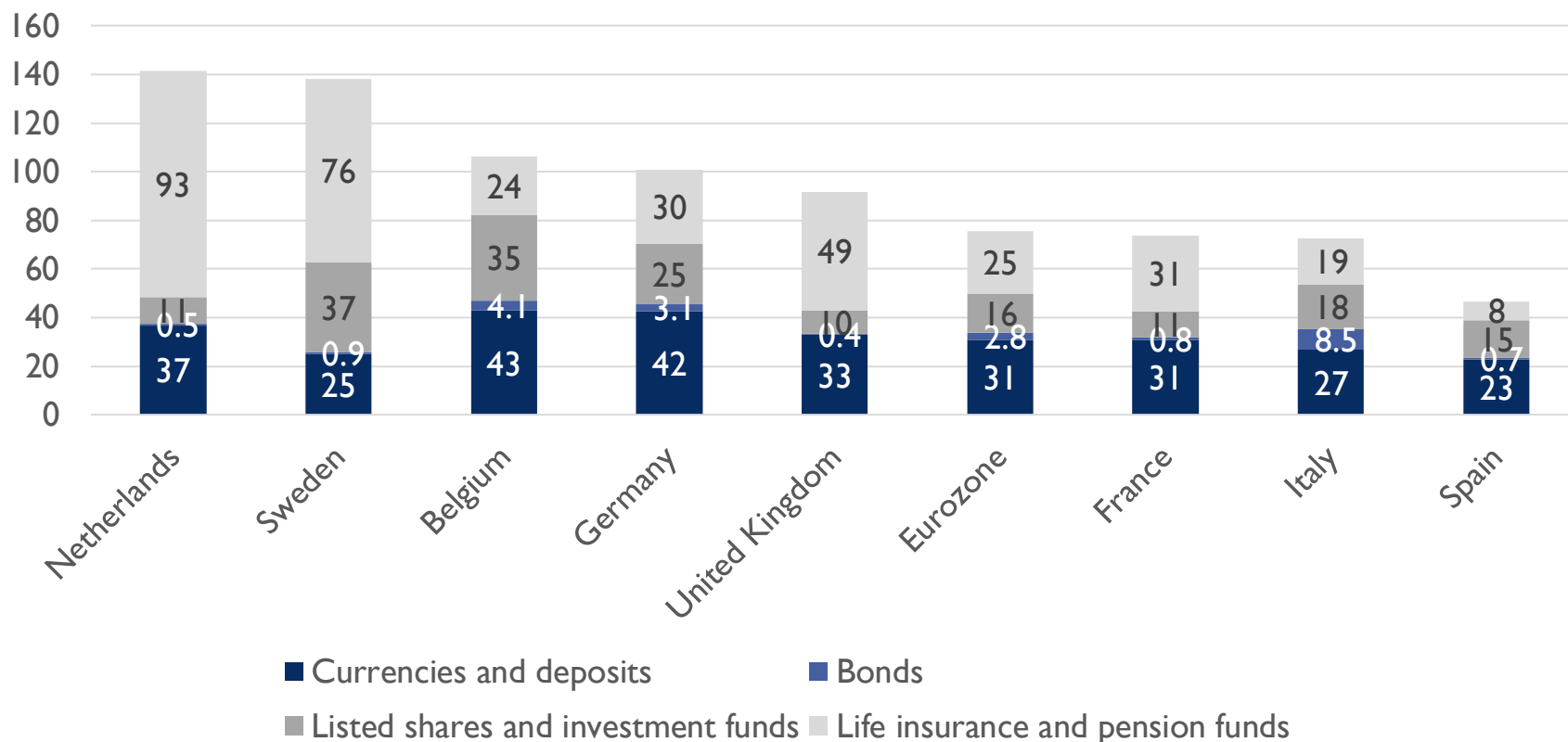
SOMMAIRE

1. Composition de patrimoine financier des ménages en France et dans les autres pays d'Europe
2. Indice OEE de mesure de la performance de l'épargne financière en France
3. Nouvel indice suédois

1. COMPOSITION DE PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES EN FRANCE ET DANS LES AUTRES PAYS D'EUROPE

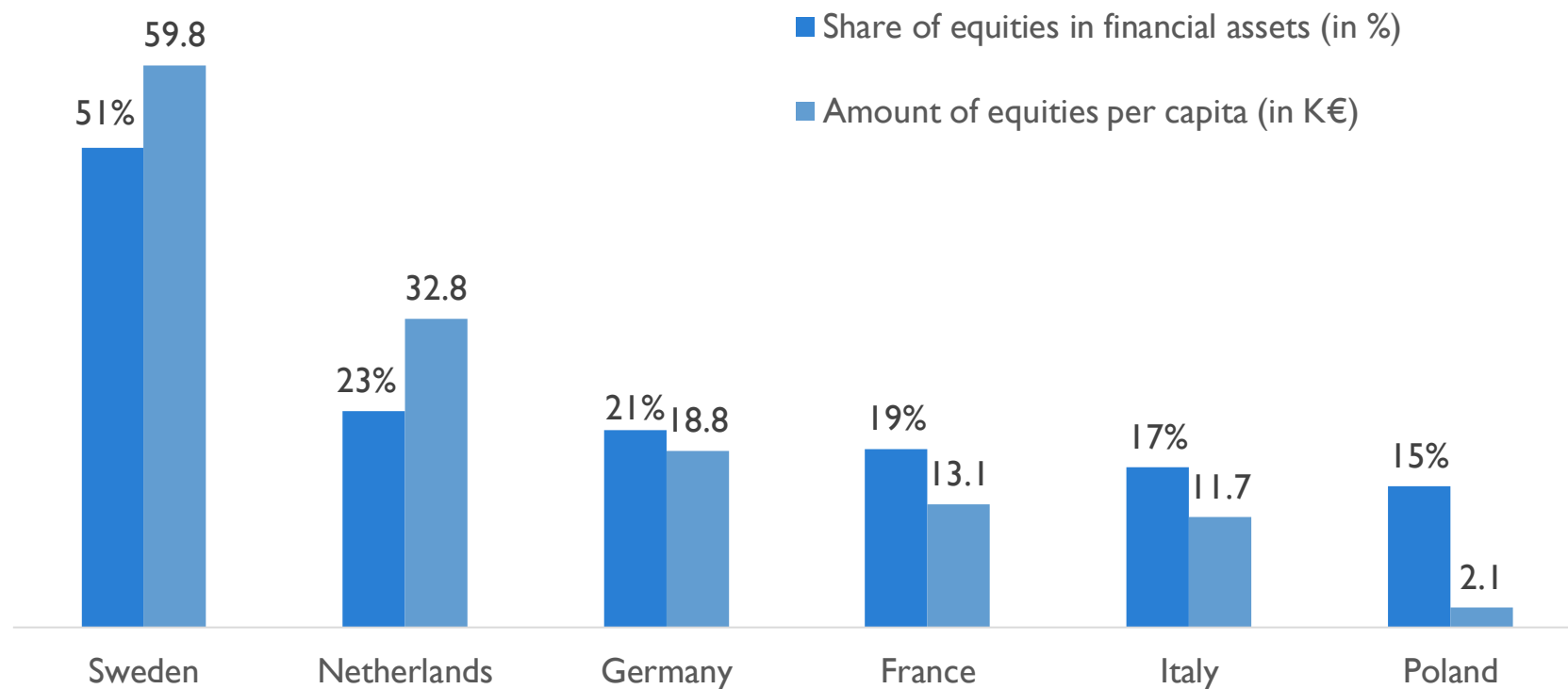
NIVEAU ET COMPOSITION DU PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES EN EUROPE

Encours par habitant, hors actions non cotées et autres participations



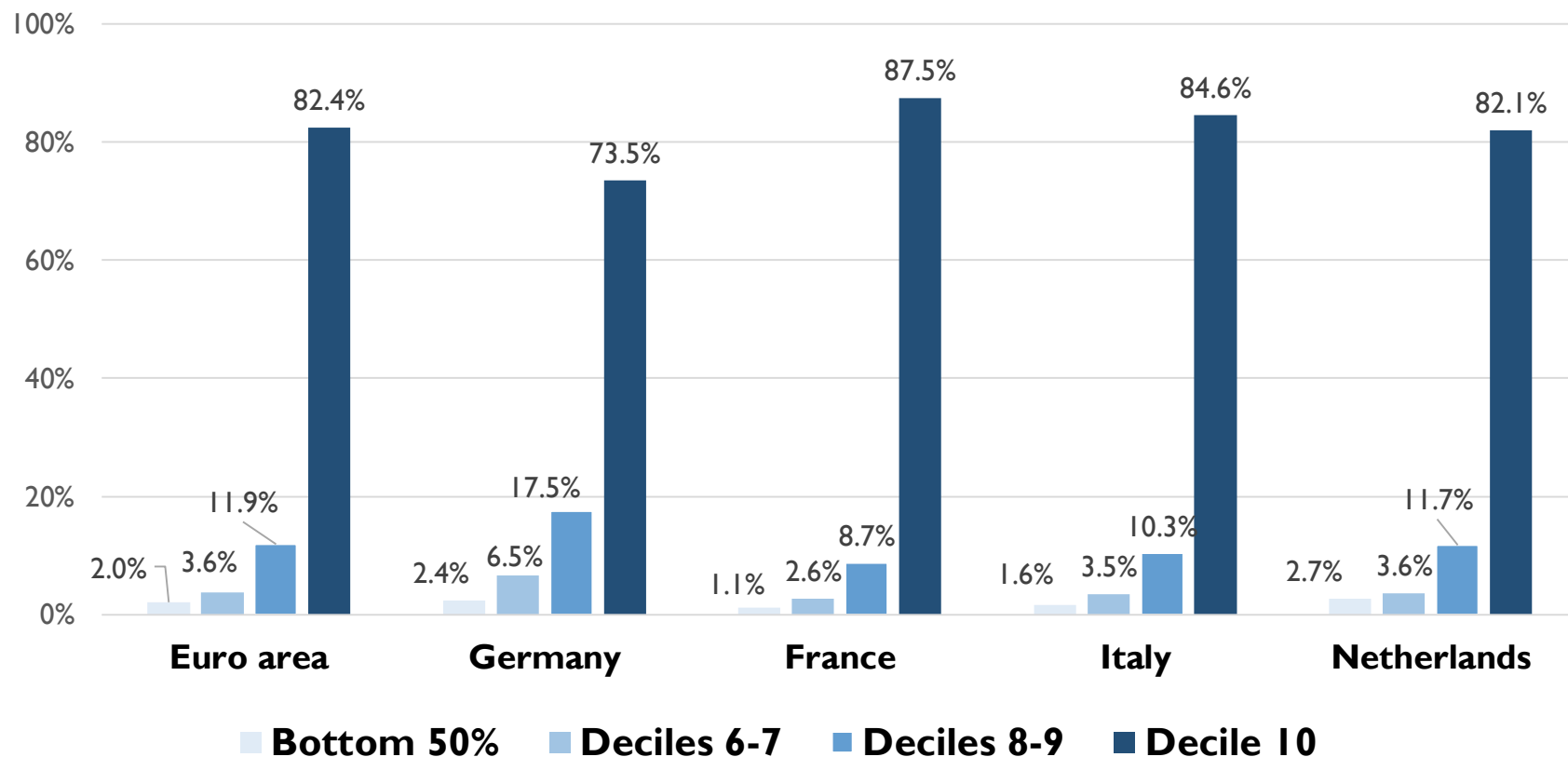
Source: Eurostat, Bank of England - Compilation and calculations by IEM Finance – Q3 2025

ESTIMATION DE LA PART D' ACTIONS DÉTENUE DE MANIÈRE DIRECTE ET INDIRECTE



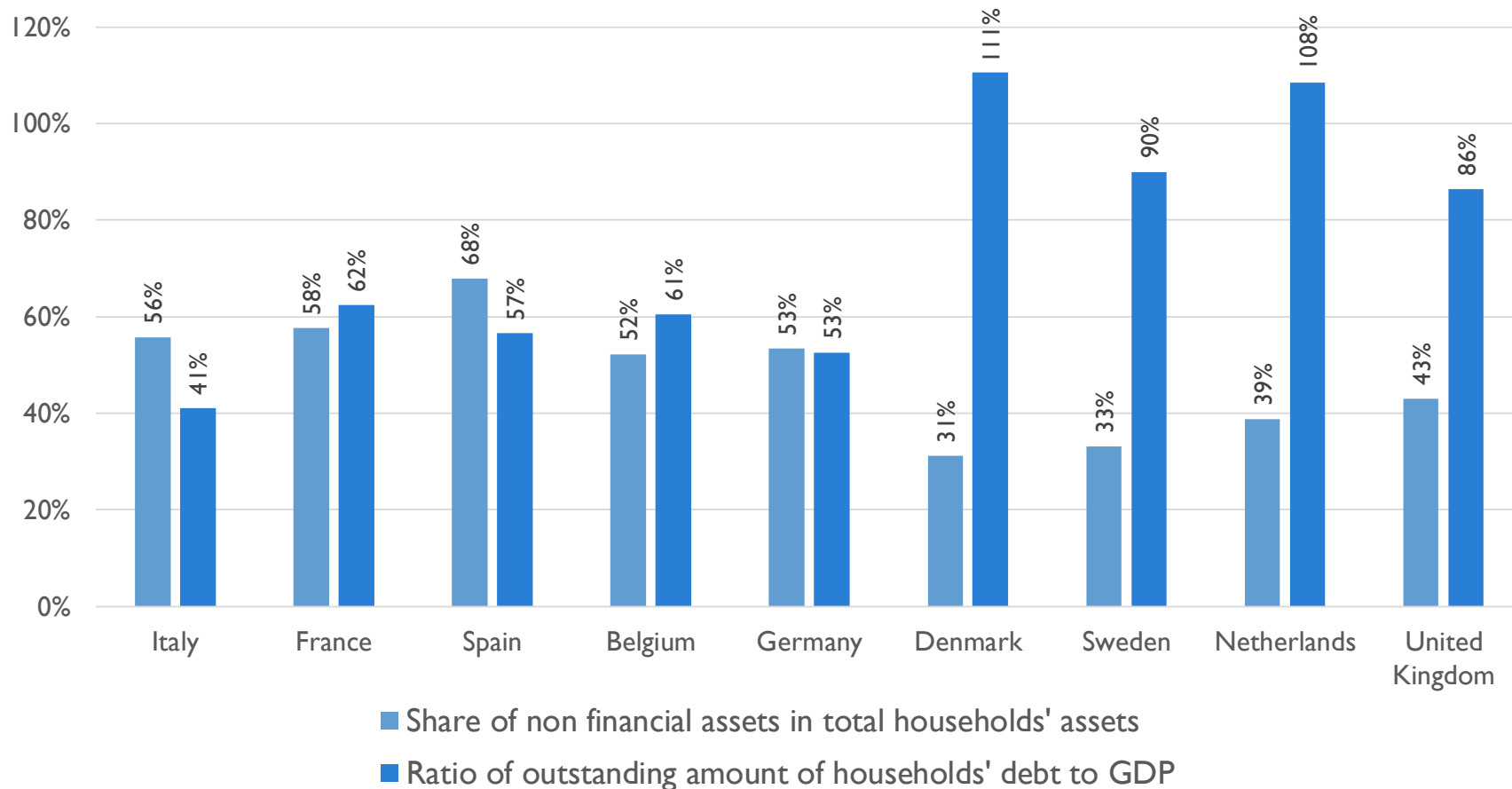
Source : Etude AFG sur l'épargne de long terme des ménages et la participation aux marchés actions en Europe.
Eurostat, ECB, EIOPA, France Assureurs – Compilation et calculs IEM Finance.

EFFET RICHESSE: RÉPARTITION DE LA DÉTENTION D'ACTIONS PAR DÉCILES DE PATRIMOINE



Source: Source : Etude AFG sur l'épargne de long terme des ménages et la participation aux marchés actions en Europe
ECB DWA data – Compilation et calculs IEM Finance.

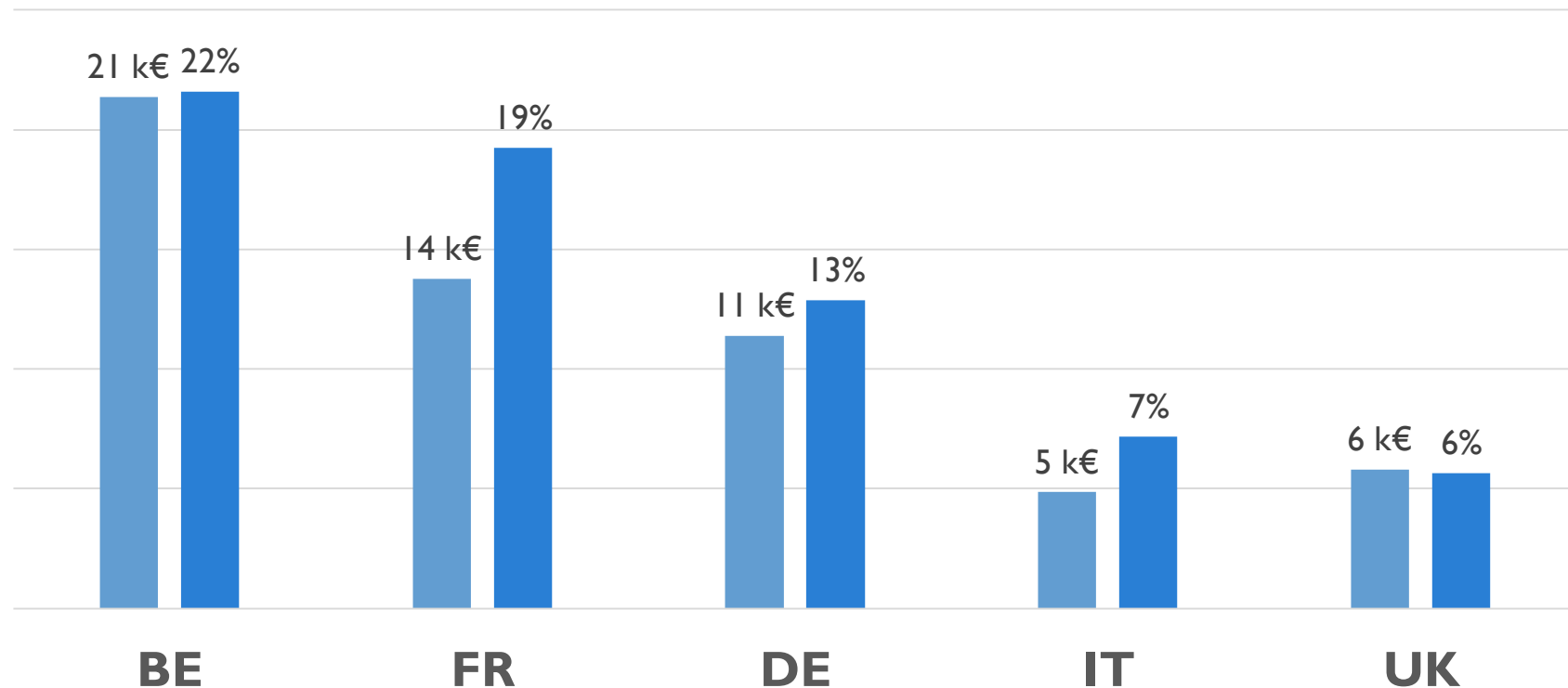
PART DES ACTIFS NON-FINANCIERS DANS LE PATRIMOINE ET NIVEAU D'ENDETTEMENT



Source : Etude AFG sur l'épargne de long terme des ménages et la participation aux marchés actions en Europe

Eurostat – Données relatives à l'année 2019 - Compilation et calculs IEM Finance

POIDS DE L'ÉPARGNE RÉGLEMENTÉE DANS LE PATRIMOINE FINANCIER DES MÉNAGES



■ Encours d'épargne réglementée par habitant en 2023 (k€)

■ Poids de l'épargne réglementée dans le patrimoine financier des ménages (I)

SOURCE: Rapport annuel sur l'épargne réglementée, Banques centrales nationales, Verband der privaten Bausparkassen, Bausparkassenverband Österreich, UK Office for National Statistics – Compilation et calculs OEE

(1) Hors actions non-cotées et autres participations

2. INDICE OEE DE MESURE DE LA PERFORMANCE DE L'ÉPARGNE FINANCIÈRE EN FRANCE

MÉTHODOLOGIE

Principe de base :

- ▶ Indice de suivi de la **performance de l'épargne financière des ménages** en France depuis 2012.
- ▶ Sept classes d'actifs financiers détenus par les ménages (produits de taux et produits de fonds propres) en ligne avec la présentation de la Banque de France :

1. numéraire et dépôts;
2. obligations détenues directement et indirectement;
3. OPC monétaires;
4. assurance-vie et épargne retraite en euros;

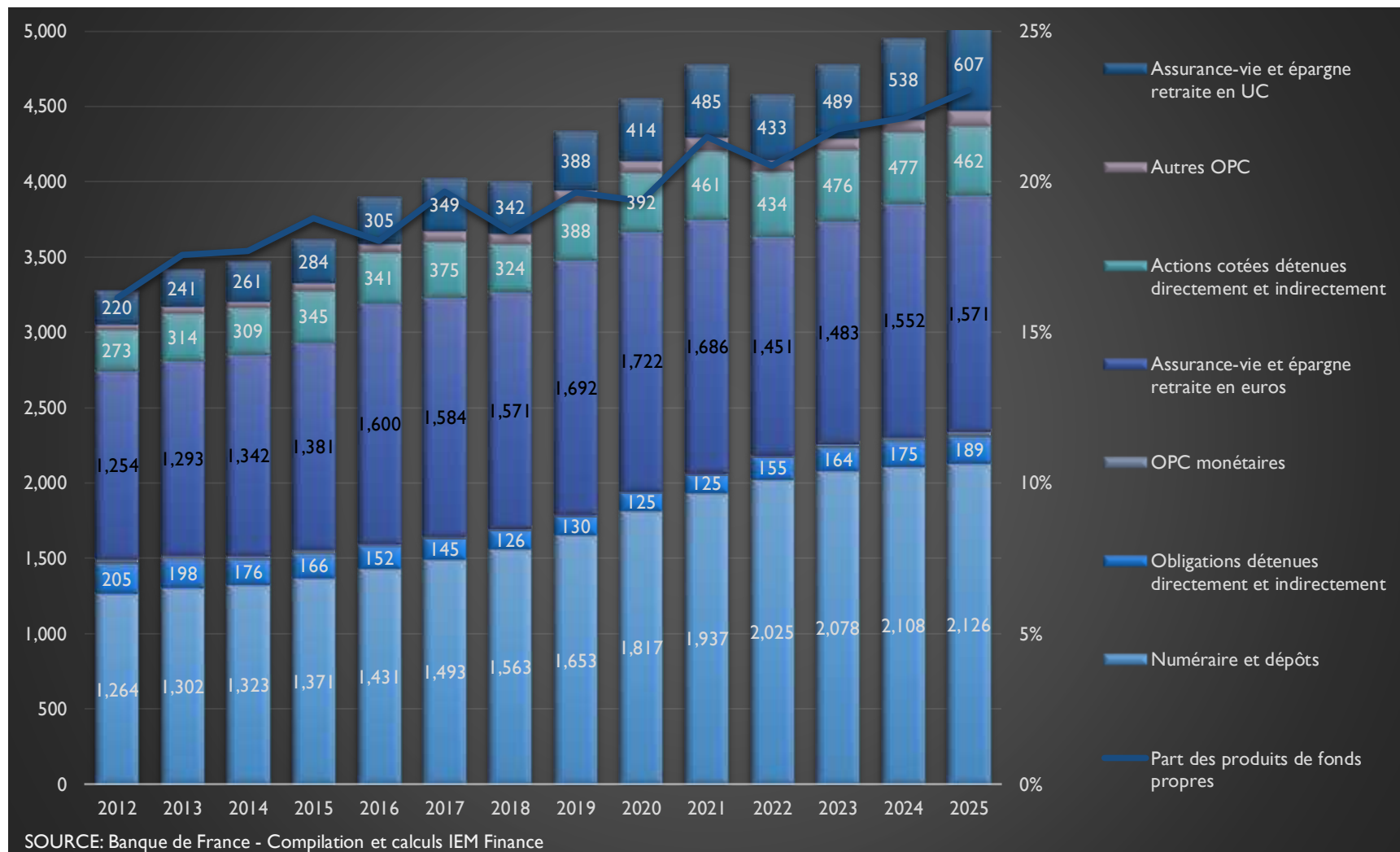
Produits de taux

5. actions cotées détenues directement et indirectement;
6. assurance-vie et épargne retraite en unités de compte;
7. autres OPC.

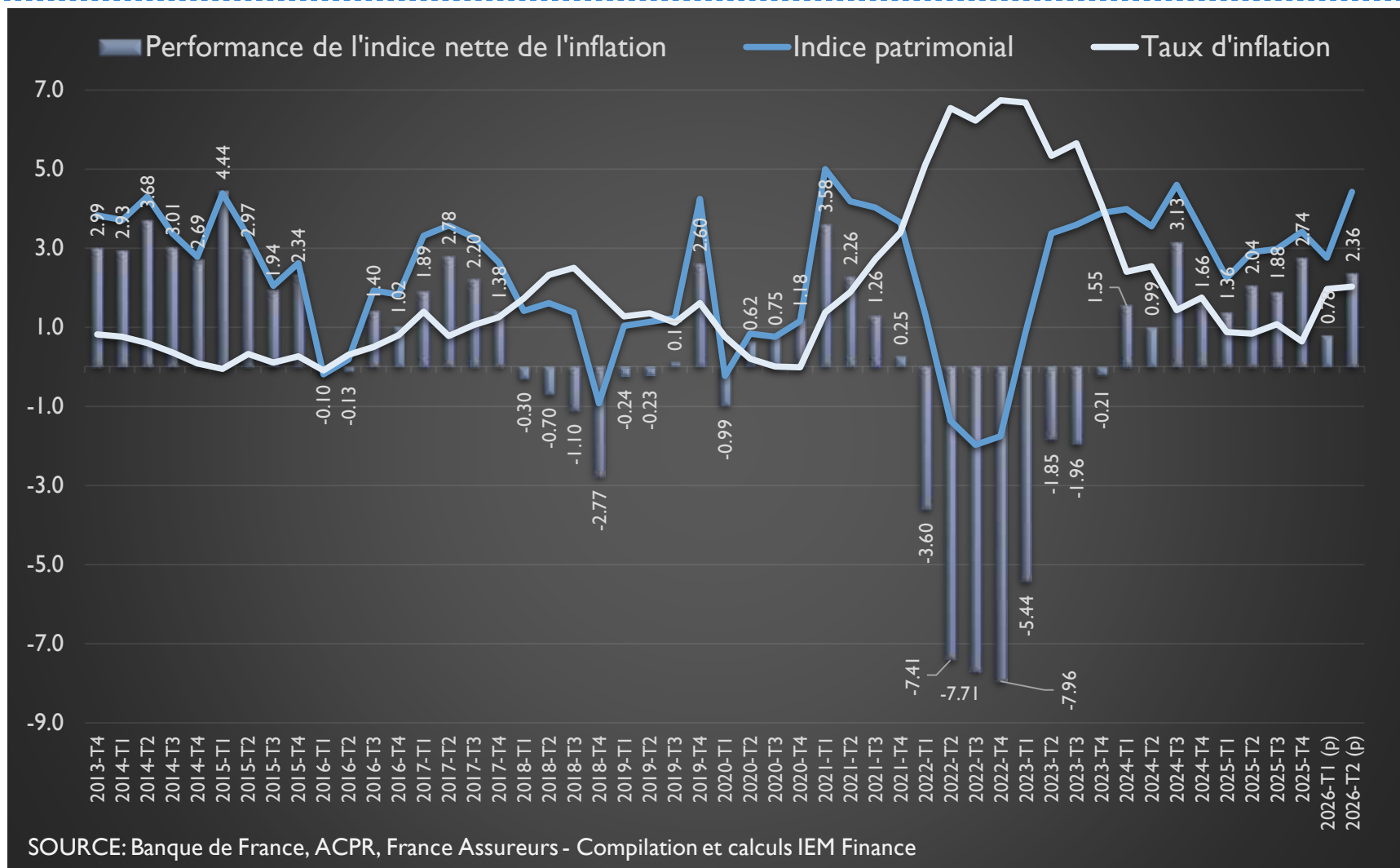
Produits de fonds propres

- ▶ Données de la **Banque de France**, de l'**ACPR** et de **France Assureurs** pour la performance des différentes composantes.
- ▶ Données de **comptabilité nationale** pour la définition du poids de chaque classe d'actifs dans l'indice.

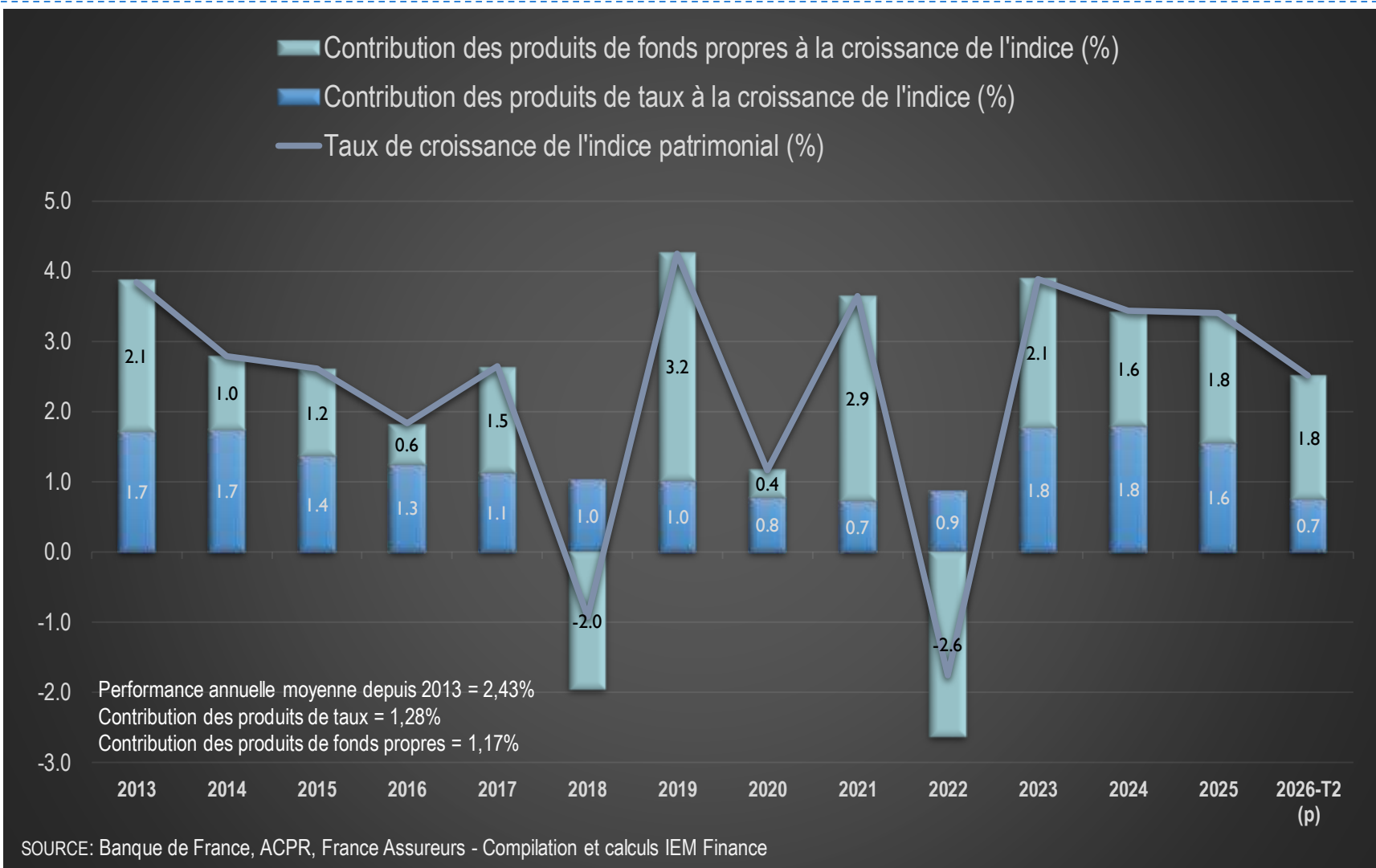
ÉVOLUTION DE LA COMPOSITION EN FRANCE DEPUIS 2012 ET PART DES PRODUITS DE FONDS PROPRES



PERFORMANCE ANNUELLE NOMINALE ET RÉELLE EN %



CONTRIBUTION DES PRODUITS DE TAUX ET DES PRODUITS DE FONDS PROPRES À LA PERFORMANCE



3. NOUVEL INDICE SUÉDOIS



MÉTHODOLOGIE INDICE SUÉDOIS

Principe de base :

► Indice de suivi de la **performance de l'épargne financière des ménages** en Suède.

► Neuf classes d'actifs financiers détenus par les ménages :

1. monnaie;

2. dépôts;

Liquidités

3. obligations;

4. actions cotées domestiques;

5. actions cotées non-domestiques;

6. fonds d'investissement;

**Produits financiers
détenus en direct**

7. *private insurance savings*;

8. fonds pension professionnels (pilier 2); et

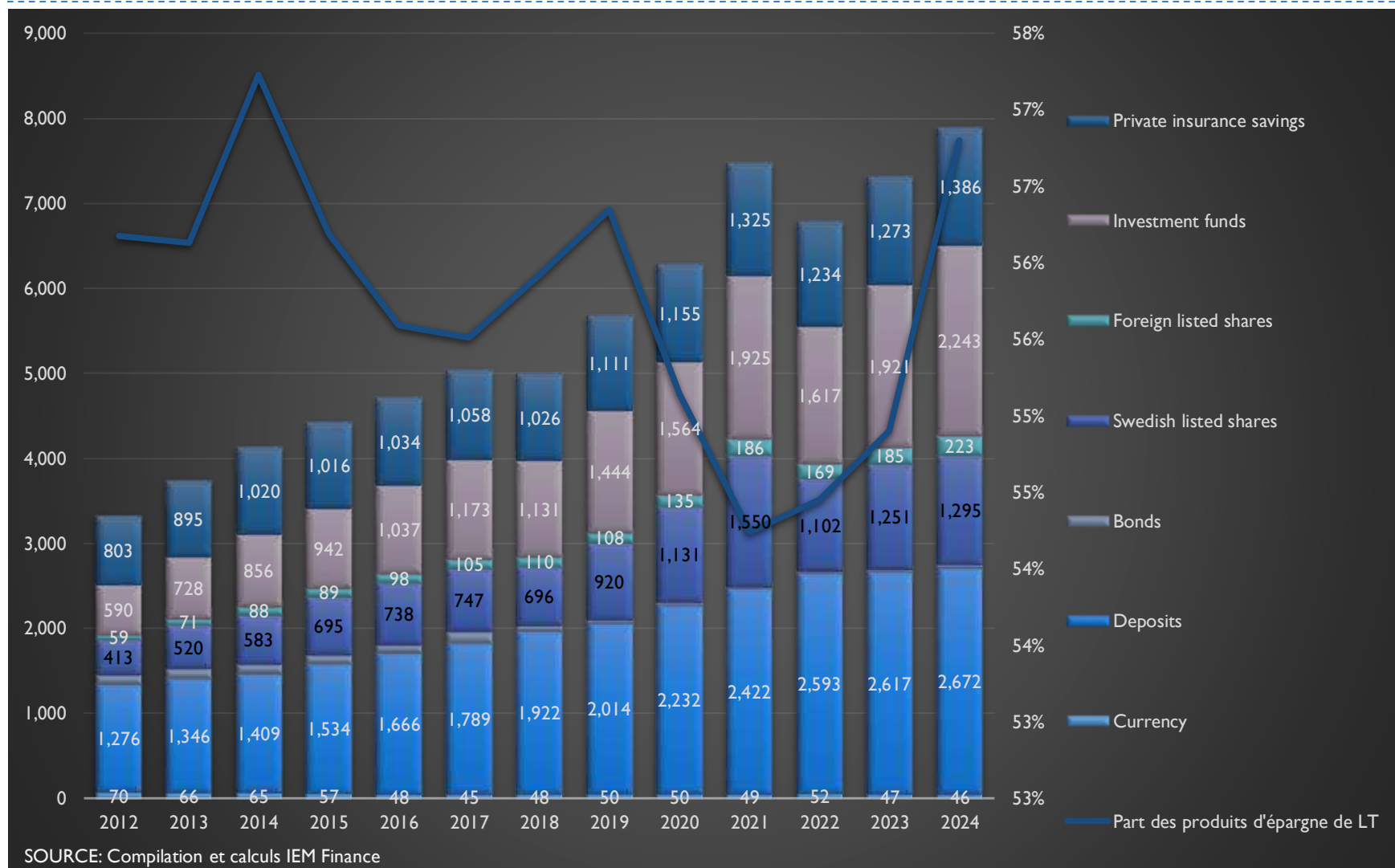
9. *premium pensions* (pilier 1).

**Epargne retraite et de long
terme**

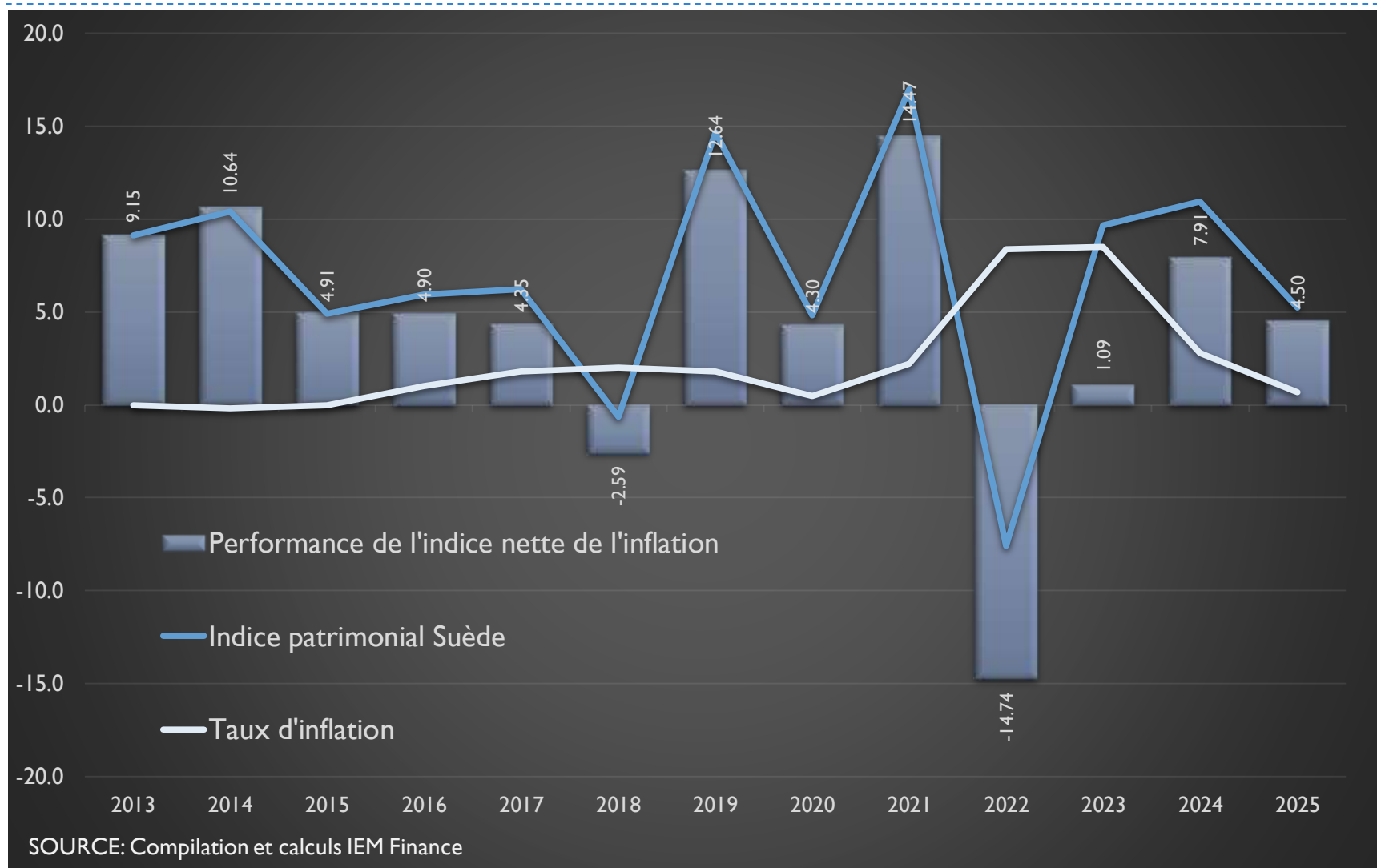
► Données de l'**office national de statistiques, l'agence suédoise des pensions et associations professionnelles** pour la performance des différentes composantes.

► Données de **comptabilité nationale** pour la définition du poids de chaque classe d'actifs dans l'indice.

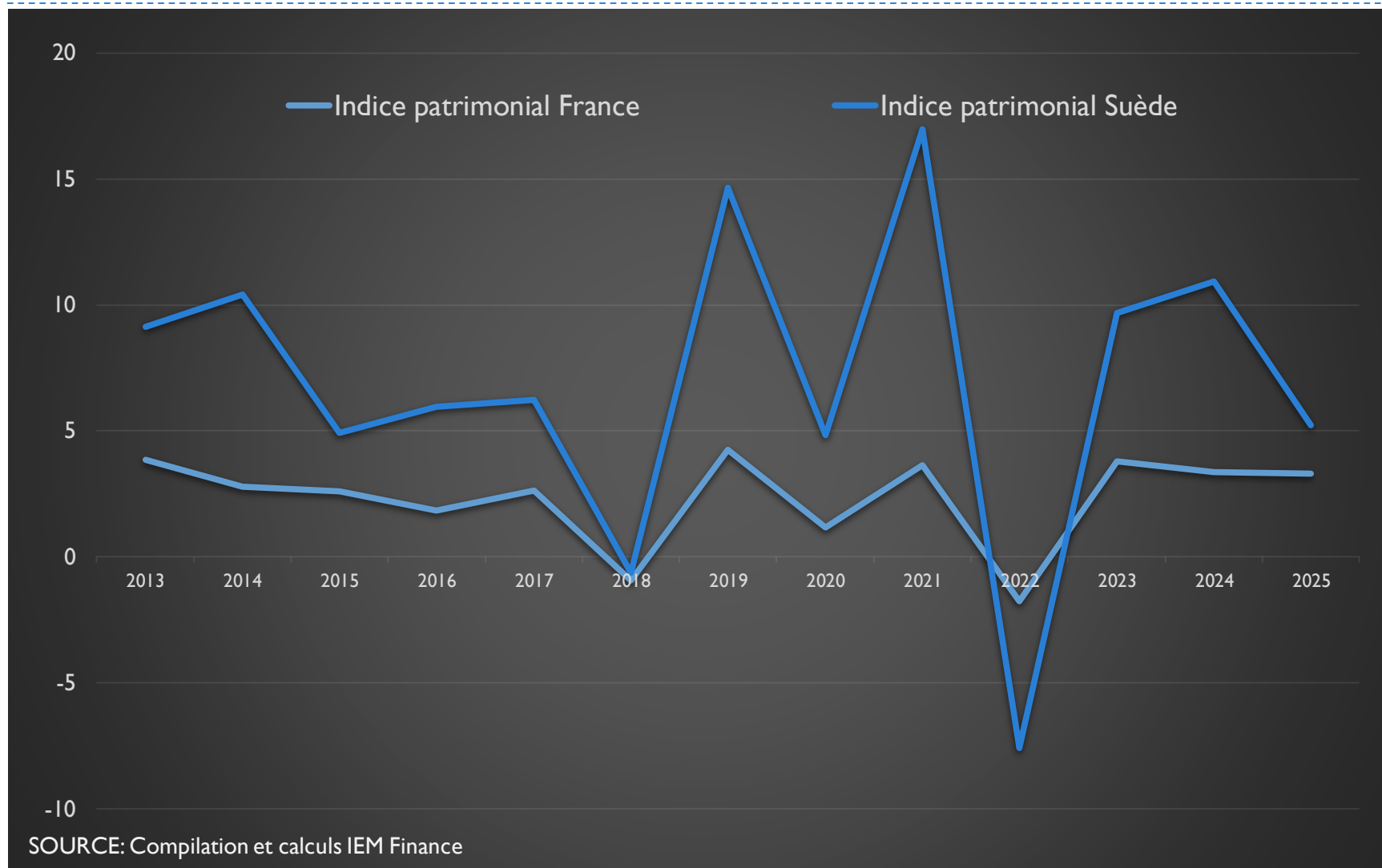
ÉVOLUTION DE LA COMPOSITION EN SUÈDE DEPUIS 2012 ET PART DES PRODUITS DE LONG TERME



PERFORMANCE ANNUELLE NOMINALE ET RÉELLE EN %



PERFORMANCE ANNUELLE EN % COMPARÉE AVEC LA FRANCE



EFFICACITÉ DES INCITATIONS FISCALES ET AUTRES MÉCANISMES POUR FLÉCHER L'ÉPARGNE VERS LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES

Avec Marie Brière, directrice générale de l'Institut Louis Bachelier et responsable de la recherche investisseurs, Amundi Institute, Marie-Hélène Broihane, professeure des universités en sciences de gestion, EM Strasbourg (LaRGE) et Christian König, directeur général, Verband der Privaten Bausparkassen (Allemagne).





MARIE BRIÈRE

Directrice générale de l'Institut Louis Bachelier et responsable de la recherche investisseurs, Amundi Institute.



MOBILISER
L'ÉPARGNE
LONGUE DES
MÉNAGES VERS
LES ACTIONS.

Investment Institute

Mobiliser l'épargne longue des ménages vers les actions

Marie Brière

Collège de France, Oct 2026

Présentation

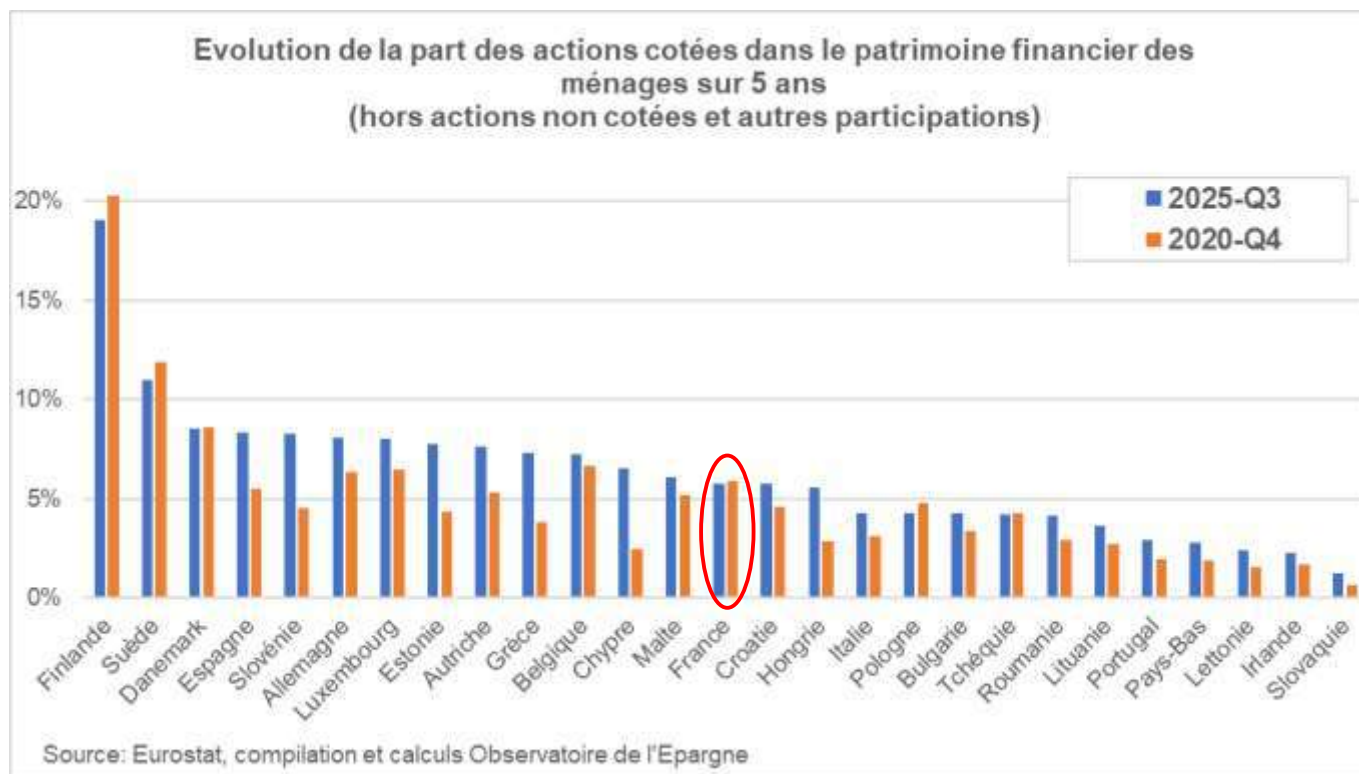
- 1. Pourquoi si peu d'investissement en actions**
- 2. Incitations financières et nudges**
- 3. Produits attractifs**
- 4. Simplification et digitalisation**

01

Pourquoi si peu d'investissement en actions?

Faible participation au marché actions

En Europe

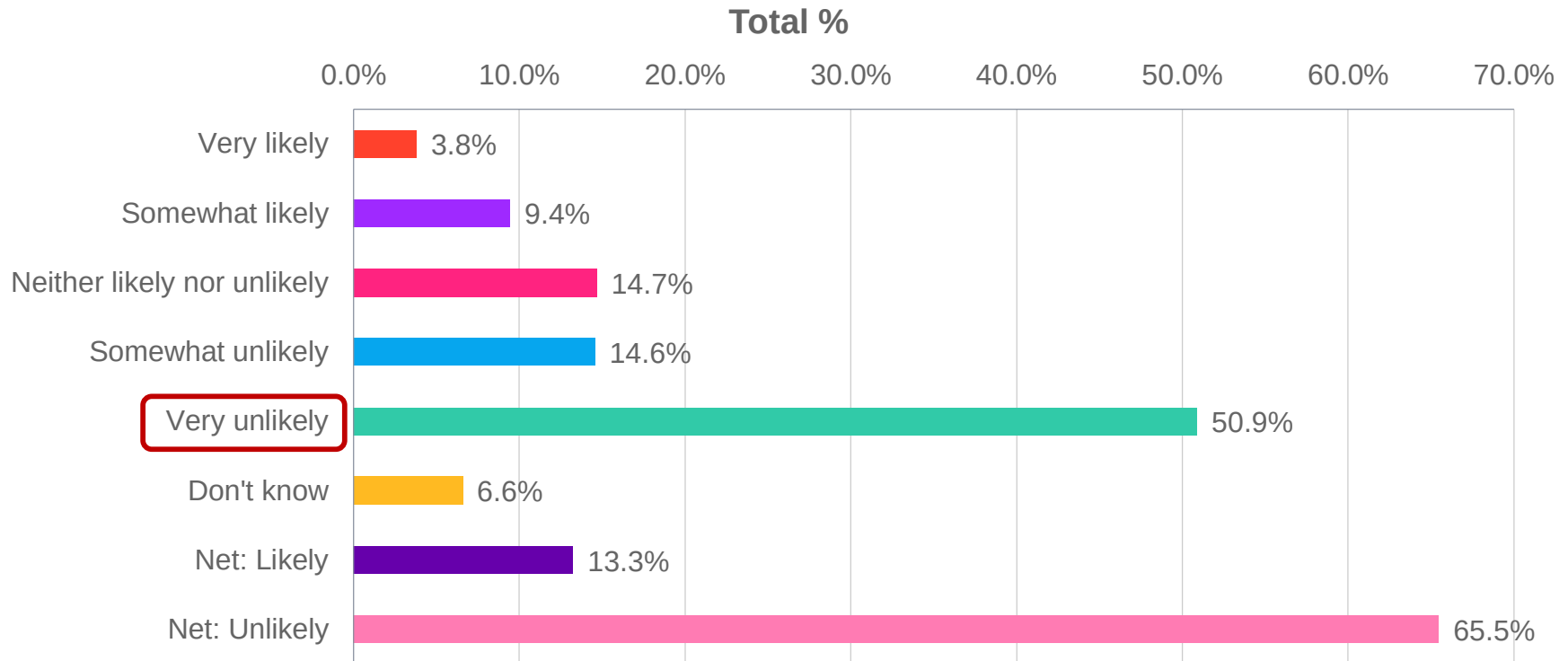


Share of listed equities in households' financial wealth (excluding unlisted equities and other equity investments)

Source: Observatoire de l'Épargne Européenne, based on Eurostat data 2025

Faible participation au marché actions

Do you plan to start investing any of your savings in the next 12M?

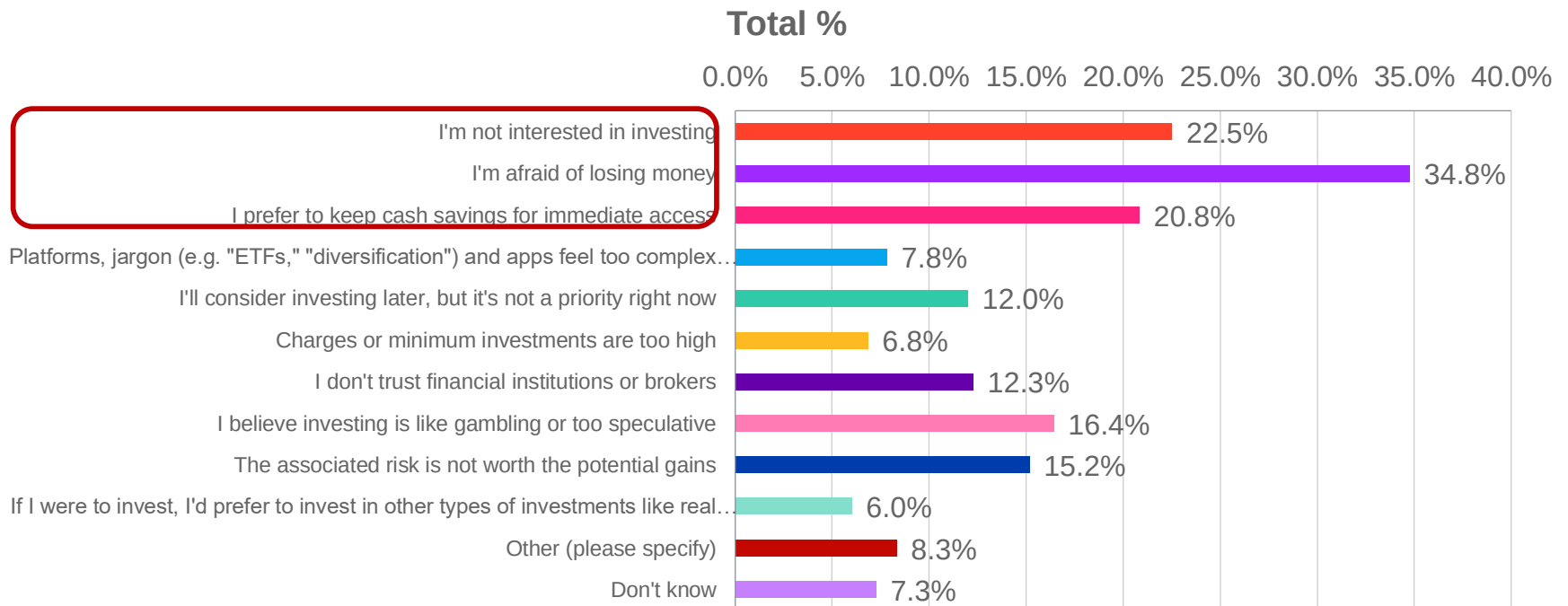


Online interviews - savers from FR IT NL BE PO UK GE

Source: Amundi Yougov 2026

Les motifs invoqués

Which of the following reasons explain why you are not invested in stocks, funds, or ETFs? (Select all that apply, max 5)

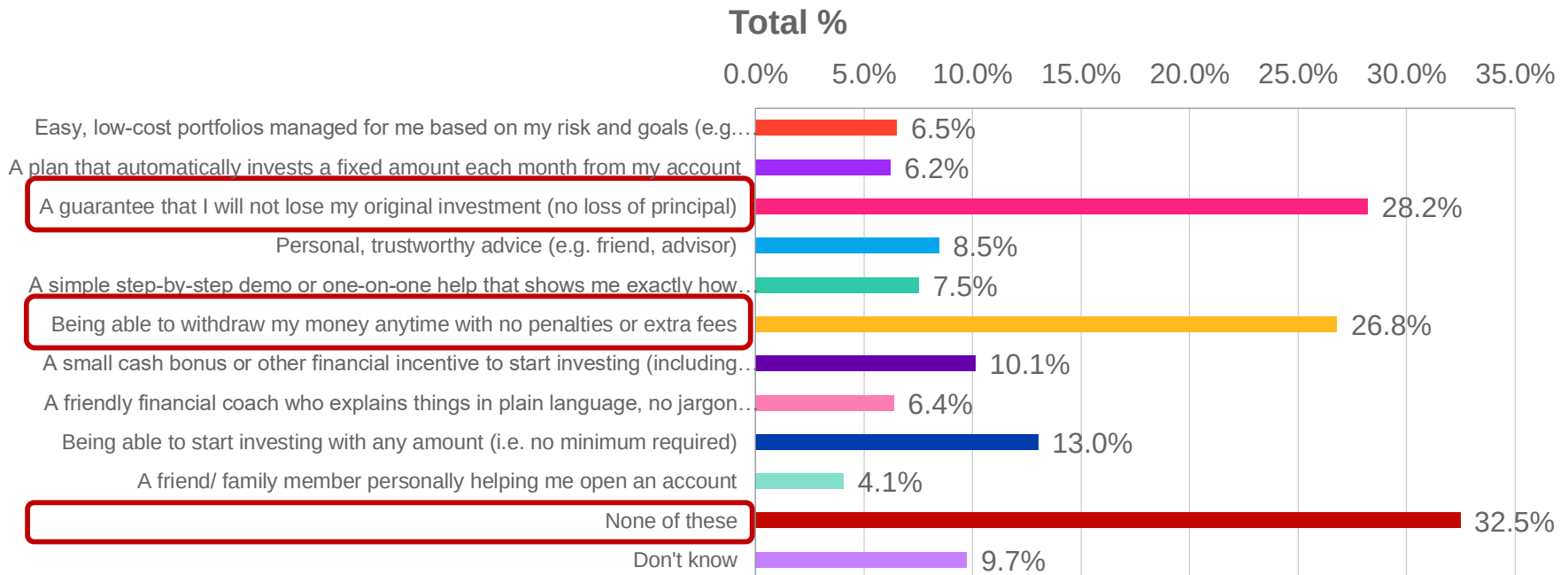


Online interviews - savers from FR IT NL BE PO UK GE

Source: Amundi Yougov 2026

Les motifs invoqués

Which of the following would make you seriously consider investing within the next 6–12 months? (Select top 3)



Online interviews - savers from FR IT NL BE PO UK GE

Source: Amundi Yougov 2026

Les motifs analysés dans les travaux académiques

Facteurs financiers

Performances attendues



Coûts informationnels



Aversion au risque



Les motifs analysés dans les travaux académiques

Facteurs institutionnels

Fonds de pension



Performances historiques / géographiques



Les motifs analysés dans les travaux académiques

Education financière



Sociabilité

- Aux US, les individus ayant plus de **relations de voisinage**, visites à l'église, investissent plus en actions (Hong et al., 2004)
- Information recueillie par bouche à oreille réduit les coûts informationnels
- Plaisir d'échanger sur ce sujet lors des interactions sociales

Facteurs comportementaux

Optimisme

- Aux US, les individus qui pensent que les **conditions s'amélioreront** et à investir (2007)
- Optimisme lié aux **expériences** passées (Malmendier and Nagel, 2011)

Confiance interpersonnelle

- Ménages italiens vivant dans des régions où **niveaux de confiance** (taux de donneurs sanguins, participation électorale) plus élevés investissent plus en actions (Guiso et al., 2004)
- Pays-Bas et Italie: lien entre confiance auto-déclarée et investissement en actions
- Plus de participation dans les pays où les niveaux de confiance sont plus élevés (Guiso et al., 2008)

Les motifs analysés dans les travaux académiques

Facteurs socio-culturels

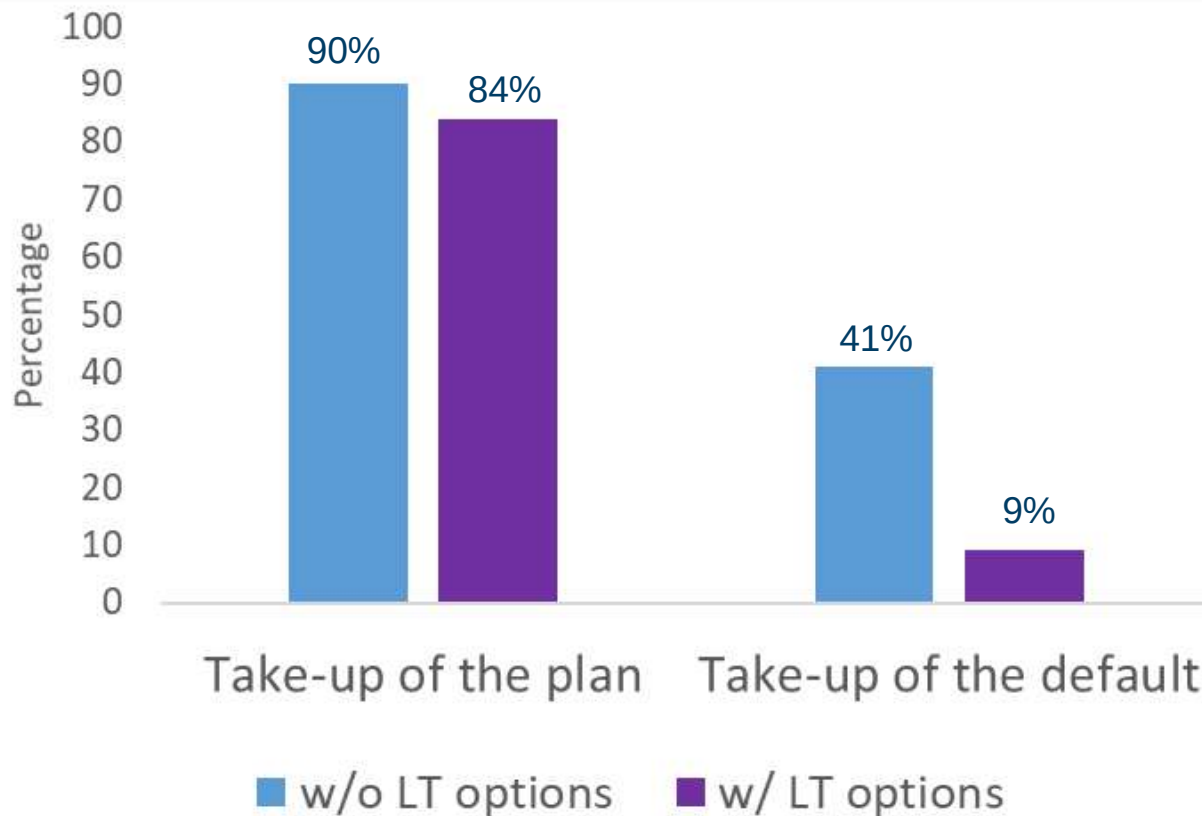
Valeurs personnelles

Préférences politiques

- Les investisseurs “**pro-sociaux**” **investissent moins en actions** à cause d’une forme d’antipathie pour les marches de capitaux (Kaustia and Torstila, 2011; D'Acunto, 2015; Ke, 2019)
- Les investisseurs “**pro-sociaux**” **sont plus enclins à investir selon des critères socialement responsables** (Hong and Kostovetsky, 2012; Riedl and Smeets, 2017; Anderson and Robinson, 2019)

Préférence pour la liquidité

- Take-up de l'option par défaut / du plan d'épargne plus faible lorsque l'option par défaut verse une partie des contributions sur le PERCO/L



Source : Brière Poterba Szafarz (2022b)

Le rôle du conseil financier

- **73 % des investisseurs** particuliers américains consultent un conseiller financier avant d'acheter des actions (Hung et al., 2008), 80 % en Europe.
- **Inégalités d'accès au conseil financier** : personnes plus riches et plus instruites financièrement plus susceptibles de recevoir un conseil (Hackethal, Haliassos et Jappelli, 2012 ; van Rooij, Lusardi et Alessie, 2011).



Écueils du conseil humain

Croyances erronées : recommandations proches du portefeuille des conseillers (Foerster et al., 2017 ; Linnainmaa et al., 2018).

Traitement inégal des clients : femmes et jeunes reçoivent un conseil moins personnalisé (Mullainathan et al., 2012).

En Europe, **questionnaires Mifid**

02

Incitations financières et nudges

Défiscalisation des versements : la Loi Pacte

- En France, la **Loi Pacte** (2019) a instauré un nouveau PER, et une **nouvelle déduction fiscale pour les contributions volontaires**
- **Un impact significatif mais modeste: 150 euros /individu et /an**

	Contributions					Withdrawals		Net contribution		
	LT pre-tax	LT post-tax	LT	MT	LT+MT	LT	MT	LT	MT	Total
Post	151.1*** (18.88)	-2.973 (35.49)	148.2*** (42.2)	161.3 (165.9)	309.5* (161.6)	42.66 (49.77)	365.5 (312.2)	179.9** (87.79)	-278.6 (444.7)	-98.69 (454.2)
Obs	2,563,263	2,563,263	2,563,263	2,563,263	2,563,263	2,563,263	2,563,263	2,563,263	2,563,263	2,563,263
R2	0.22	0.27	0.28	0.88	0.87	-0.03	0.53	0.13	0.04	0.04

Défiscalisation des versements : la Loi Pacte

- Plus de la moitié des nouvelles contributions ont été investies en fonds actions ou diversifiés

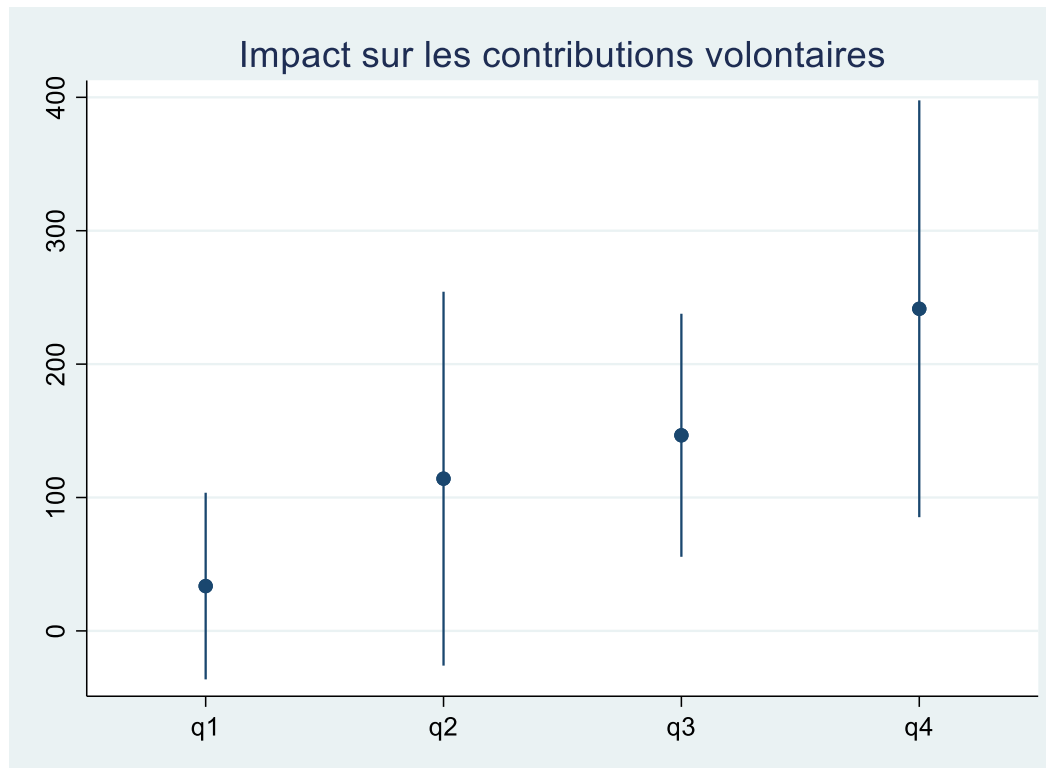
	(1) Voluntary contribution LT pre- tax equities	(2) Voluntary contribution LT pre- tax balanced
Treated*Post	71.67*** (9.998)	23.32*** (4.905)
Total assets t-1 (ln)	0.888 (0.618)	0.633* (0.326)
Constant	3.807 (7.229)	1.855 (3.838)
Observations	2563196	2563196
R-squared (adjusted)	0.18	0.18
Number of clusters	945.00	945.00

Source : Brière Poterba Szafarz (2025a)

Quel impact de la Loi Pacte ?

- Challenges: impact hétérogène et coût fiscal

- Impact plus important chez les individus plus âgés, avec des revenus plus élevés, chez les hommes vs femmes, chez ceux faisant déjà des versements LT



Note: quantiles de revenus estimés sur la base de la rémunération variable reçue dans les plans d'épargne

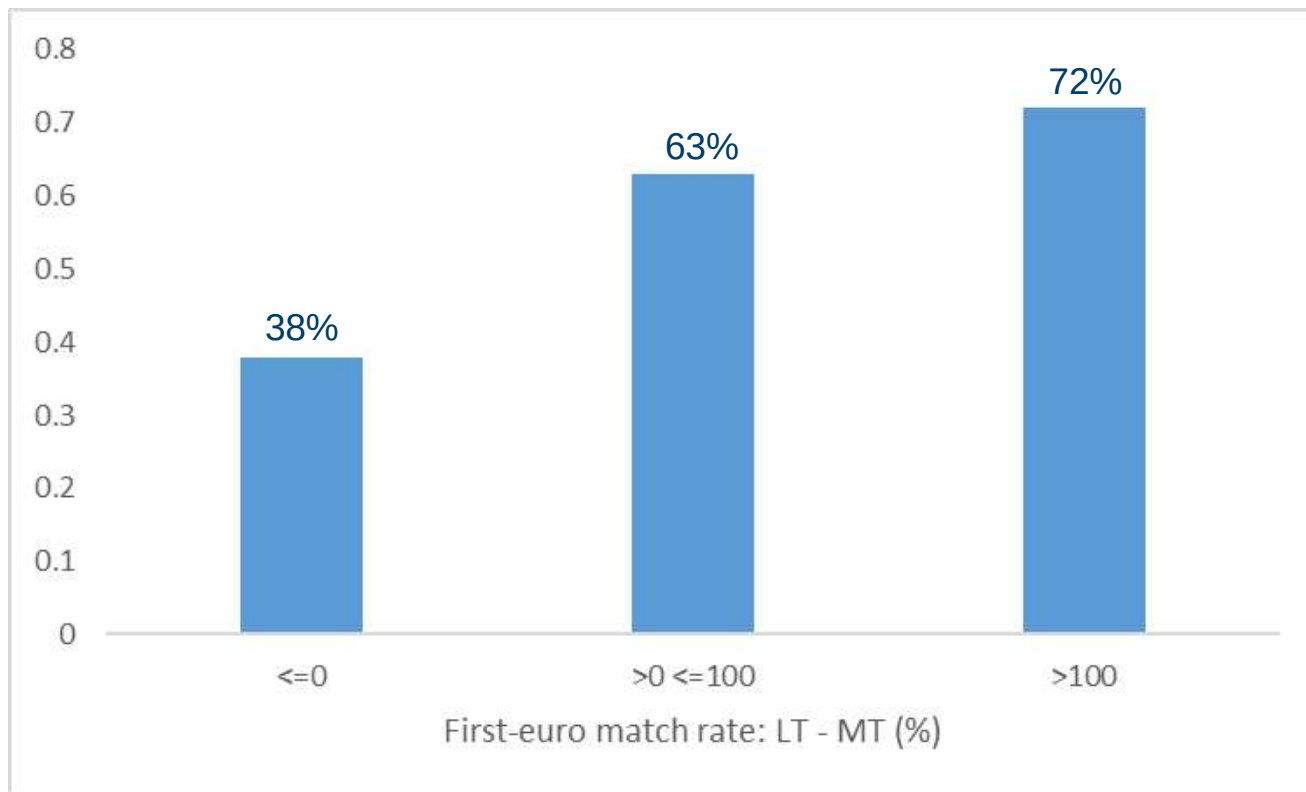
Source : Brière Poterba Szafarz (2025a)

Incitations fiscales: via les firmes ou les individus?

- **Débat de politique publique: est-il plus efficace de**
 - (1) encourager les entreprises à verser des contributions de retraite aux employés
 - (2) encourager les contributions volontaires des individus
- **Les contributions des employeurs peuvent être épargnées par défaut**
 - Les employés "passifs" augmenteront automatiquement leurs économies
- **Les incitations fiscales pour les employés affectent les employés "actifs"**
 - Risque d'effet de substitution : les employés actifs épargnent davantage dans le régime le plus fiscalement avantageux, mais réduisent leurs économies dans d'autres dispositifs
 - Les incitations fiscales bénéficient principalement aux individus à revenu élevé

L'abondement

- Take-up du LT (PERCO/L) selon le taux d'abondement

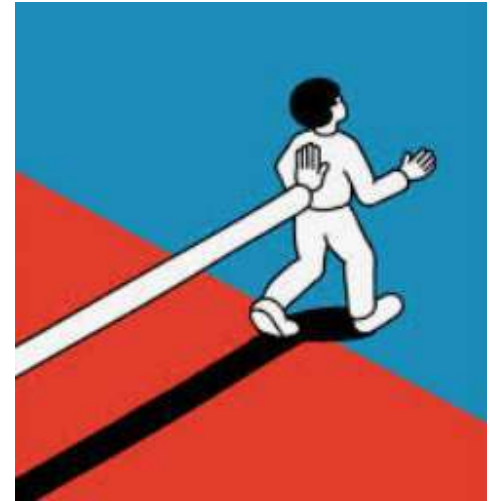


Source : Brière Poterba Szafarz (2022b)

Les nudges

- Adhésion automatique via l'option par défaut

- Dans de nombreux pays, versement d'un % du salaire directement dans un plan d'épargne retraite
- En France pour l'épargne salariale, 50% de la participation va automatiquement dans le PERCO/L dans l'option par défaut



- Efficacité à court terme

- Passer d'une inscription volontaire à automatique double le taux de participation aux plans d'épargne retraite (cf expériences aux US et UK: Madrian et Shea, 2001 ; Beshaers et al., 2009 ; Berk et al., 2022).

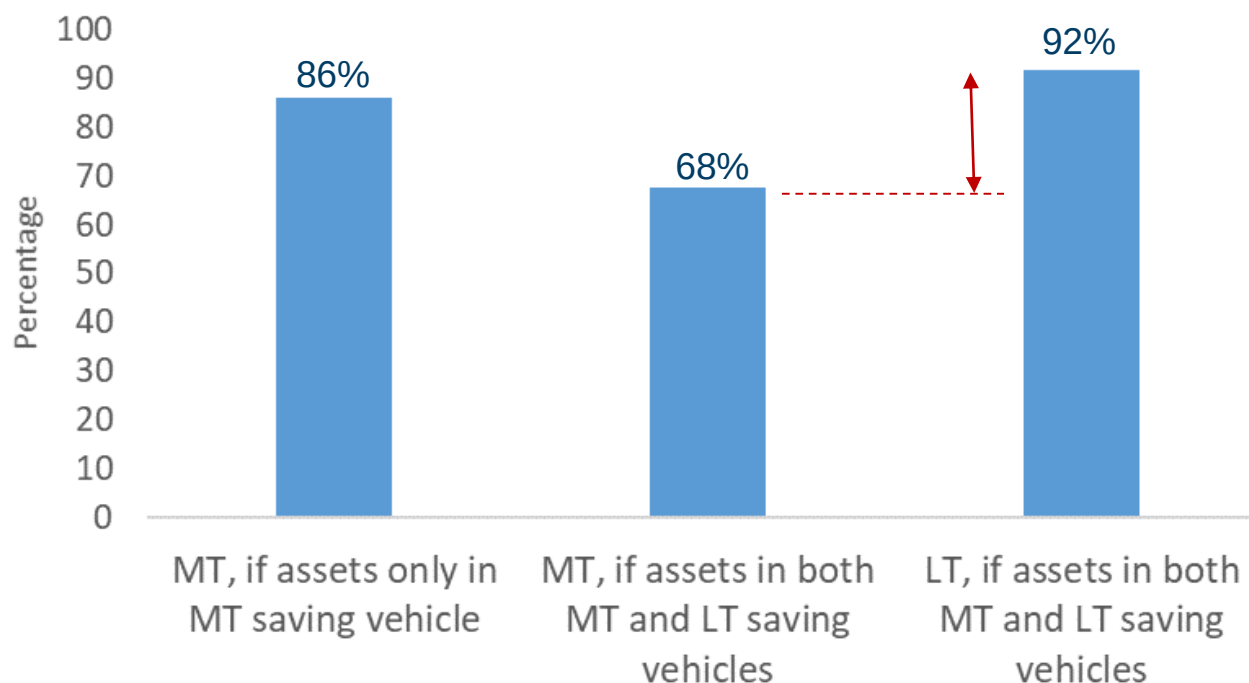
— Effets à long terme débattus

- Le "biais pour le présent", qui pousse certains individus à opter pour l'option par défaut, peut également les amener à surconsommer
- Annulent les effets du nudge en épargnant moins à l'avenir, ou en débloquant leurs économies, par ex lors du changement d'employeur (Beshaers et al., 2022 ; Choukhmane, 2019)
- Contributions cumulées des employés identiques après 3 ans.

Défaire les nudges pour retrouver de la liquidité

- Retraits exceptionnels plus importants du PERCO/L

- 86% of actifs retirés lorsque seulement MT
- 92% du LT, 68% du MT lorsque les individus ont MT et LT
- Annulation partielle des effets du nudge via les retraits exceptionnnels



Source : Brière Poterba Szafarz (2022b)

03

Produits d'investissement attractifs

Placements garantis

- Introduction de produits à capital garanti en Suède entre 2002 et 2007
- Hausse de la participation au marché actions
- Effet causal : hausse de 1% du patrimoine investi en actions conduit à une hausse de 0.43% de la prise de risque

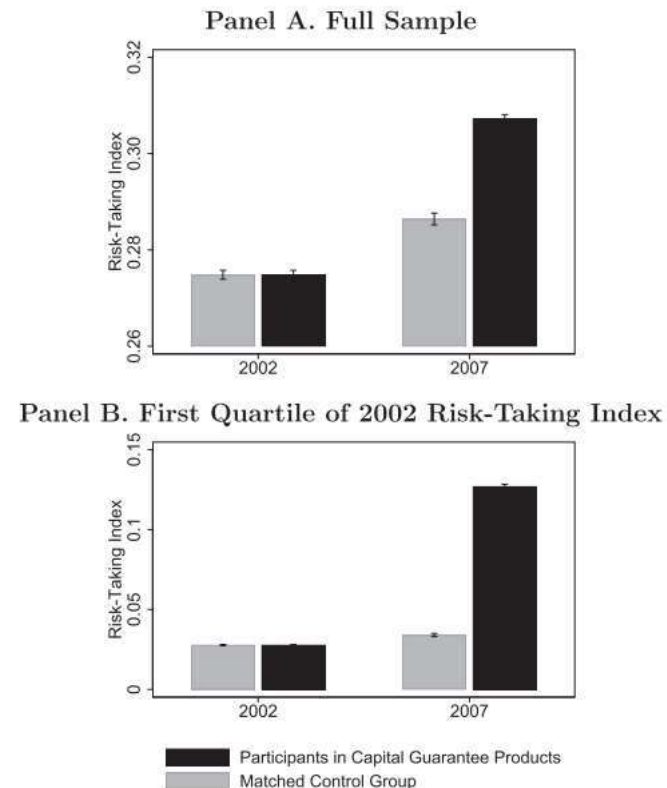
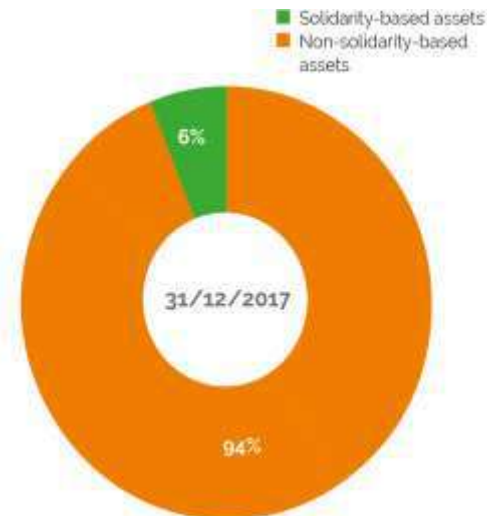


Figure 2. Household median risk-taking index in 2002 and 2007. Panel A plots the median risk-taking index in 2002 and in 2007 for (i) CGP participants and (ii) a control group of equal size made of stock market participants matched by the 2002 risk-taking index. Panel B reproduces the graph after restricting the sample to households in the first quartile of the risk-taking index in 2002. Whiskers delimit the confidence band at the 95% level.

Placements en adéquation avec les valeurs

Les fonds solidaires

- Fonds solidaires exigent que 5 à 10% des actifs soient investis dans des entreprises **accréditées solidaires**, **ayant une utilité sociale**, le reste dans des actions classiques



Source Finansol (2018)

Impact de l'introduction de fonds solidaires

VARIABLES	(1) %EQ d2017 – %EQ 2016	(2) %EQ d2017 – %EQ 2016	(3) %EQ d2017 – %EQ 2016
Delta Conventional equity	-1.030 (1.398)		
Delta Responsible equity		7.193*** (2.126)	5.555*** (1.467)
%EQ 2016	-28.654*** (1.837)	-28.492*** (1.867)	
Age	-0.044* (0.026)	-0.042 (0.026)	-0.057*** (0.019)
Account size (ln)	0.531**	0.500**	0.384** (0.163) 0.019*** (0.007) 0.000 (0.000) 0.096 (0.065) -1.381 (3.201) 0.115 (0.151) -0.463 (1.790)

• L'introduction d'un fonds solidaire est associée à une hausse de l'allocation en actions d'environ 7.2%

• **Test Placebo:** l'addition d'un fonds classique n'augmente pas la participation au marché actions (Huberman and Jiang, 2006)

→ La possibilité d'investir en actions "responsables" rend le placement en actions plus attractif pour une partie significative de la population

04

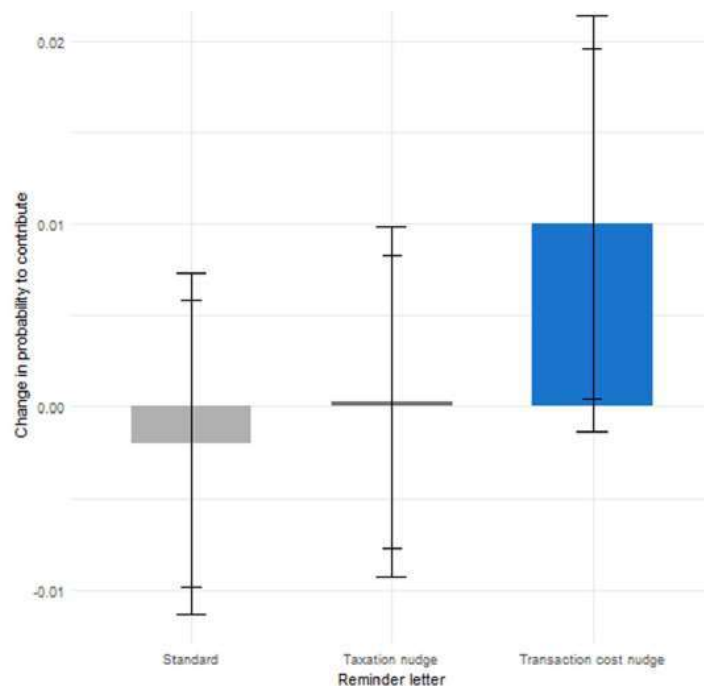
Simplification et digitalisation

Accès simplifié à l'investissement

Impact de l'envoi de courriers incitant à (1) adopter une procédure plus simple pour les cotisations retraite, ou (2) réaliser des économies d'impôt

Jeunes et femmes sont plus sensibles à la simplicité

Hommes et fortunés plus sensibles aux économies d'impôt.

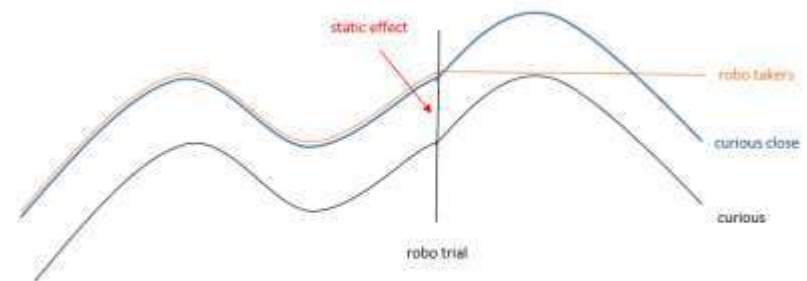
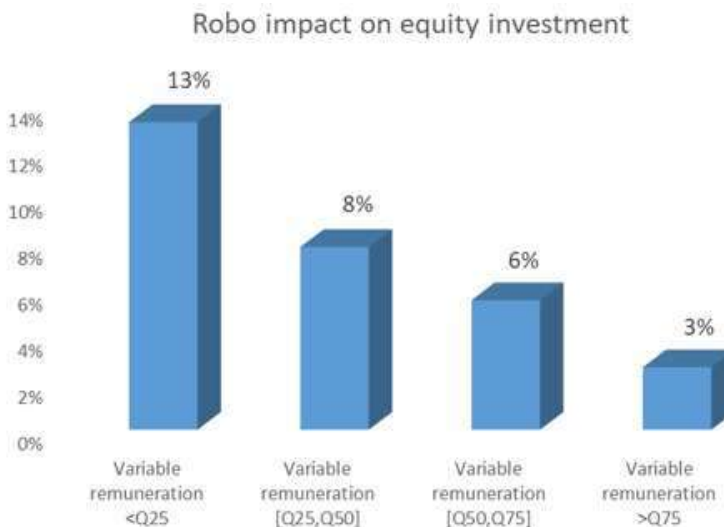


ITT effect of reminder letters

rato et al. (2024)

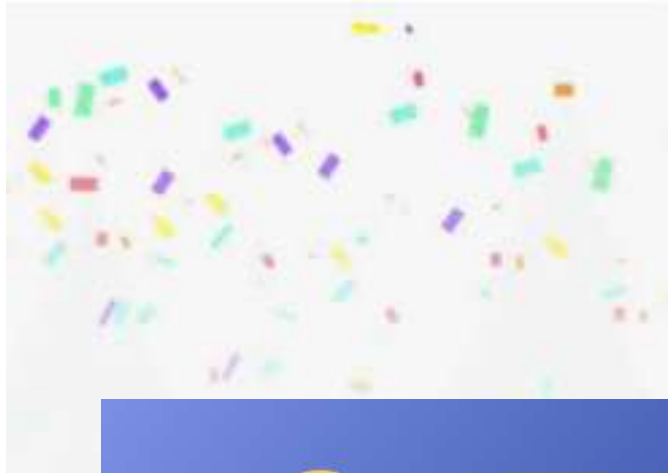
Accès au conseil digitalisé (robo-advisors)

- Le robot induit **plus d'investissement en actions**
 - Plus d'**attention, diversification, invest actions** (D'Acunto & Rossi, 2021 ; Bianchi & Brière, 2024)
 - Change in dynamic **rebalancing**
 - **Improved performance**
- Promeut l' **inclusion financière**



Source: Bianchi and Brière (2021, 2024)

Gamification



“ **Intégration d’éléments de jeux vidéo dans des contextes non ludiques** »

Permet de **démocratiser l’investissement** en élargissant l’accès (par exemple, GameStop et Robinhood, Barber et al., 2022).

Mais peut **détourner l’attention des investisseurs vers des réactions émotionnelles et sociales** (Seasholes & Wu, 2007).

Accentue les biais comportementaux (Anagol et al., 2021 ; Glaze, 2022).

Expérience récente

- **Prise de risque augmente** avec les stimuli de gamification (badges de réussite si prise de risque) et avec l’information sur le succès des autres, assortie de la possibilité de copier leurs décisions.
- **Prise de risque diminue** si badges de réussite sont associés aux allocations sur l’actif sans risque.
- **Effets sont plus prononcés chez les hommes** (Broihanne, 2023).

References

Retirement saving

Saving for retirement is hard – but the EU can make it easier

<https://www.ecmi.eu/publications/depth-analysis/saving-retirement-hard-%E2%80%93-eu-can-make-it-easier>

Overcoming Barriers to Retirement Savings: Behavioral Factors and Existing Schemes, Amundi Discussion paper, 2025

<https://research-center.amundi.com/article/overcoming-barriers-retirement-savings-behavioural-factors-and-existing-schemes>

Mobiliser le patrimoine des retraités pour maintenir leur niveau de vie, Conseil d'Orientation des Retraites, 2022.

<https://corretraites-prod-rh9.ext.ssl-gouv.fr/sites/default/files/2022-11/3%20Intervention%20Marie%20Bri%C3%A8re.pdf>

Does Tax Deductibility Increase Retirement Saving? Lessons from a French Natural Experiment, Amundi Working Paper 2024.

<https://www.amundi.com/institutional/article/does-tax-deductibility-increase-retirement-saving-lessons-french-natural-experiment>

Precautionary Liquidity and Retirement Saving, AEA Papers and Proceedings 2022, 112: 147-150.

<https://research-center.amundi.com/article/precautionary-liquidity-and-retirement-saving>

Choice Overload? Participation and Asset Allocation in French Employer-Sponsored Saving Plans, NBER Working Paper N°29601, 2021.

<https://research-center.amundi.com/article/choice-overload-participation-and-asset-allocation-french-savings-plans>

AI & Customers' relations, robo-advice

Artificial Intelligence for Behavioral Finance, 2025

<https://research-center.amundi.com/article/artificial-intelligence-behavioral-finance>

Digital-Savvy Retail Investors – How Can the Financial Industry and Regulation Help Them to Prosper?, 2025

<https://www.ecmi.eu/publications/research-reports/digital-savvy-retail-investors-%E2%80%93-how-can-financial-industry-and>

Retail Investors' Behaviour in the Digital Age: How Digitalisation is Impacting Investment Decisions, 2023

<https://research-center.amundi.com/files/nuxeo/dl/e54b61a9-ff09-49e7-9bba-47b0178351fb?inline=>

Human-Robot Interactions in Investment Decisions, 2024.

<https://research-center.amundi.com/files/nuxeo/dl/bda3c933-8cba-4b6a-ac93-dbcf8f9fade9?inline=>

Robo-Advising: Less AI and More XAI?, 2021

<https://research-center.amundi.com/article/robo-advising-less-ai-and-more-xai>

Augmenting Investment Decisions with Robo-Advice, Amundi WP, 2021.

<https://research-center.amundi.com/files/nuxeo/dl/11934502-7742-4111-a76c-9949d0f6b479?inline=>

– DISCLAIMER

The data used to carry out this study come from the processing of record keeping and account keeping of AMUNDI ESR employee and pension savings accounts. These data have been analyzed anonymously for scientific, statistical or historical research purposes.

– MENTIONS LÉGALES

Amundi Asset Management

Société Anonyme au capital social de 1 086 262 605 euros

Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'AMF sous le n° GP 04000036

Siège social : 90, boulevard Pasteur - 75015 Paris - France

Adresse postale : 90, boulevard Pasteur CS21564 - 75730 Paris Cedex 15 - France

Tél. +33 (0)1 76 33 30 30

Siren : 437 574 452 RCS Paris - Siret : 43757445200029 - Code APE : 6630 Z - N° Identification TVA : FR58437574452



MARIE-HÉLÈNE BROIHANNE

Professeure des universités en sciences de gestion, EM Strasbourg (LaRGE).



**DIGITAL INFLUENCE
STRATEGIES IN
FINANCE: AN
EXPERIMENTAL
APPROACH.**



Digital Influence Strategies in Finance

Expérimentation sur *gamification* et prise de risque individuelle

Conférence “Comment mobiliser l’épargne de long terme pour financer les entreprises Européennes”
7 Octobre 2026

Kene Boun My · Marie-Hélène Broihane · Nicolas Eber · Jérôme Hergueux
Université de Strasbourg

Mobiliser l'épargne : un enjeu de design, pas seulement d'accès

Les plateformes financières ne sont pas de simples interfaces techniques.

Le point de départ

Une interface peut rendre l'investissement plus visible, plus simple ou plus gratifiant.

Ces mêmes leviers peuvent aussi encourager une prise de risque excessive.

La bonne question n'est pas « gamifier ou non », mais « quel levier, pour quel comportement, avec quel effet ? »

Mobiliser l'épargne : un enjeu de design, pas seulement d'accès

Les plateformes financières ne sont pas de simples interfaces techniques.

Le point de départ

Une interface peut rendre l'investissement plus visible, plus simple ou plus gratifiant.

Ces mêmes leviers peuvent aussi encourager une prise de risque excessive.

La bonne question n'est pas « gamifier ou non », mais « quel levier, pour quel comportement, avec quel effet ? »



Question de recherche

Quels stimuli influencent la prise de de risque ?

Une tâche simple, complétée par un questionnaire individuel

Une expérience randomisée isole l'effet de différents stimuli numériques.

Tâche de portefeuille

16 périodes successives.

Curseur : 0 % à 100 % dans l'actif risqué.

Actif risqué : +10 % ou -4 %, probabilité 50/50.

Actif sans risque : rendement nul.

Rendement espéré de l'actif risqué : +3 %

Ecart-type : 7%

Questionnaire

Variables socio-
démographiques

Littératie financière

Tolérance au risque

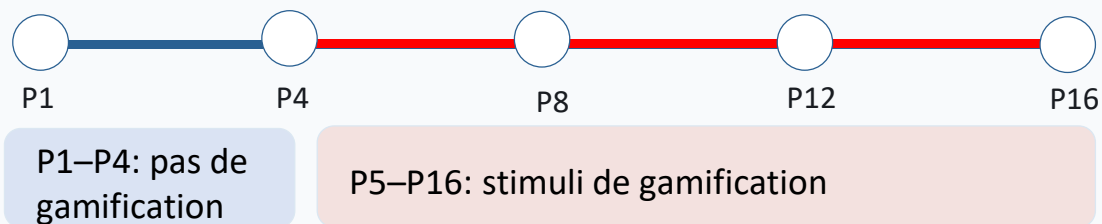
Expérience financière

Expérience de jeu

Compétitivité

Variable observée

La part investie dans un actif risqué, de 0 % à 100 %, à chaque période.



Le protocole mesure l'effet net après une phase initiale sans gamification.

8 traitements pour isoler les leviers d'influence

Les stimuli sont symboliques : ils ne modifient pas les gains monétaires.

Les stimuli apparaissent après quatre périodes, sans annonce préalable dans les instructions

T1	Baseline	Aucune gamification
T2	Hedonic	Messages d'encouragement et confetti
T3/T6	Private badges	Des trophées privés récompensent l'investissement / l'épargne
T4/T7	Public badges	Des trophées publics récompensent l'investissement / l'épargne
T5/T8	Leaderboards	Classement selon performance (pour investissement / épargne)

8 traitements pour isoler les leviers d'influence

Les stimuli sont symboliques : ils ne modifient pas les gains monétaires.

Les stimuli apparaissent après quatre périodes, sans annonce préalable dans les instructions

T1	Baseline	Aucune gamification
T2	Hedonic	Messages d'encouragement et confetti
T3/T6	Private badges	Des trophées privés récompensent l'investissement / l'épargne
T4/T7	Public badges	Des trophées publics récompensent l'investissement / l'épargne
T5/T8	Leaderboards	Classement selon performance (pour investissement / épargne)

Ecran de décision

eCONplay

Welcome Arizona [Disconnect](#)

You are the participant n° ArizonaPeriod # 5 / 16

Amount of your initial endowment for the period = £1.844

What percentage of your initial endowment would you like to invest in the investment account?

% of your endowment in the investment account

65%

0102030405060708090100100

Please choose the percentage of your endowment you wish to allocate in the investment account by moving the slider above; the remainder will be automatically allocated to the savings account. You can also directly type your % and press Enter to confirm it.

OK

Potential gains depending on the return of the investment account:

If return = +10% 50% chance	If return = -4% 50% chance
Potential gain = £1.964 = $1.844 * 0.65 * 1.1 + 1.844 * 0.35$	Potential gain = £1.796 = $1.844 * 0.65 * 0.96 + 1.844 * 0.35$

Review instructions

Ecran de résultat: 'Public Badge on Investment' (T4)

Welcome Utah Disconnect

You are the participant n° Utah

Summary of results - Period # 4 / 16

Your endowment at the beginning of the period: £2.151.

Your decisions in this period:

- You have decided to allocate 80% in the investment account.
- You have decided to allocate 20% in the savings account.

Result of the risky asset in this period:

- The return on the investment account was 10%.

Your financial position at the end of this period:

- Investment account £1.893.
- Savings account £0.43.

Total endowment at the end of this period: £2.323.

Congratulations! Thanks to your investment choices over the last 4 periods, you have unlocked the Investor Bronze Trophy.



The total number of Investor trophies distributed following the choices of 20 reference participants (including you) over the last 4 periods is:

10 Investor Bronze Trophies. 

Next

Ecran de résultat: 'Leaderboard on Investment' (T5)

Welcome Miami [Disconnect](#)

Summary of results - Period # 8 / 16

Your endowment at the beginning of the period : £2.21.

Your decisions in this period:

- You have decided to allocate 77% in the investment account.
- You have decided to allocate 23% in the savings account.

Result of the risky asset in this period:

- The return on the investment account was -4%.

Your financial position at the end of this period:

- Investment account £1.634.
- Savings account £0.508.

Total endowment at the end of this period: £2.142.

You are the participant TidePearl

Leaderboard: Top 10 investors out of 20 reference participants (including you) in your session over the last 4 periods:

Ranking	Username
1	MountainLegacy
2	MapleCanyon
3	SilverVesta
4	TidePearl
5	MountainClarity
6	BreezeCandle
7	BoulderSpring
8	LightningHaven
9	CrystalCanvas
10	CoralDance

Next

Données collectées

2,747

Participants
Adultes U.S., échantillon
représentatif

45.7

Age moyen

50%

Hommes

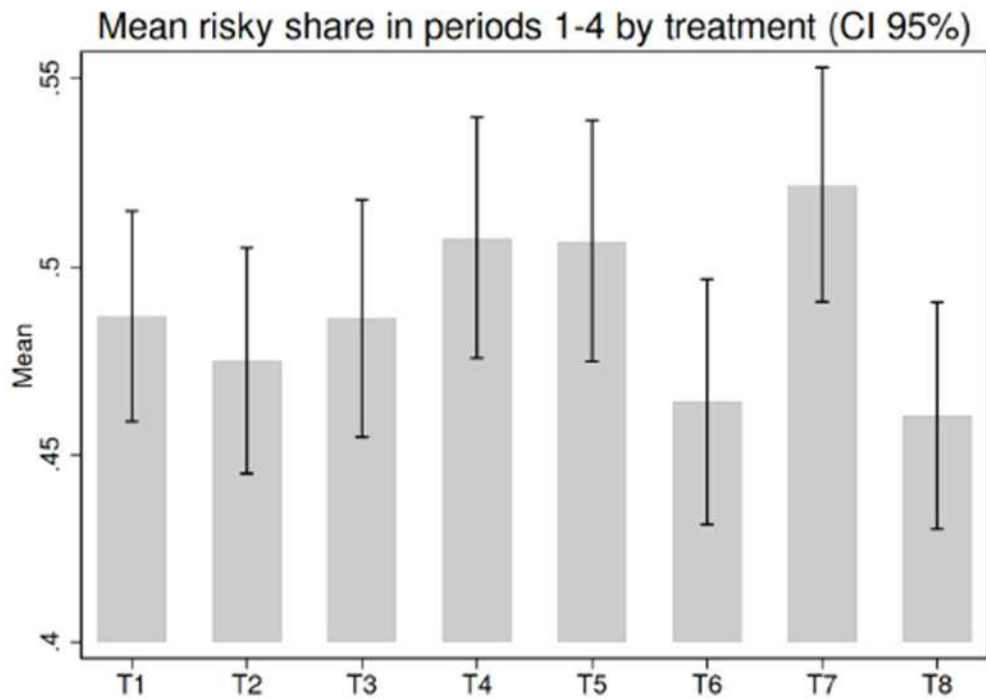
2-year

Durée moyenne études

\$4k

Revenu mensuel
moyen

Avant les stimuli : les groupes sont comparables

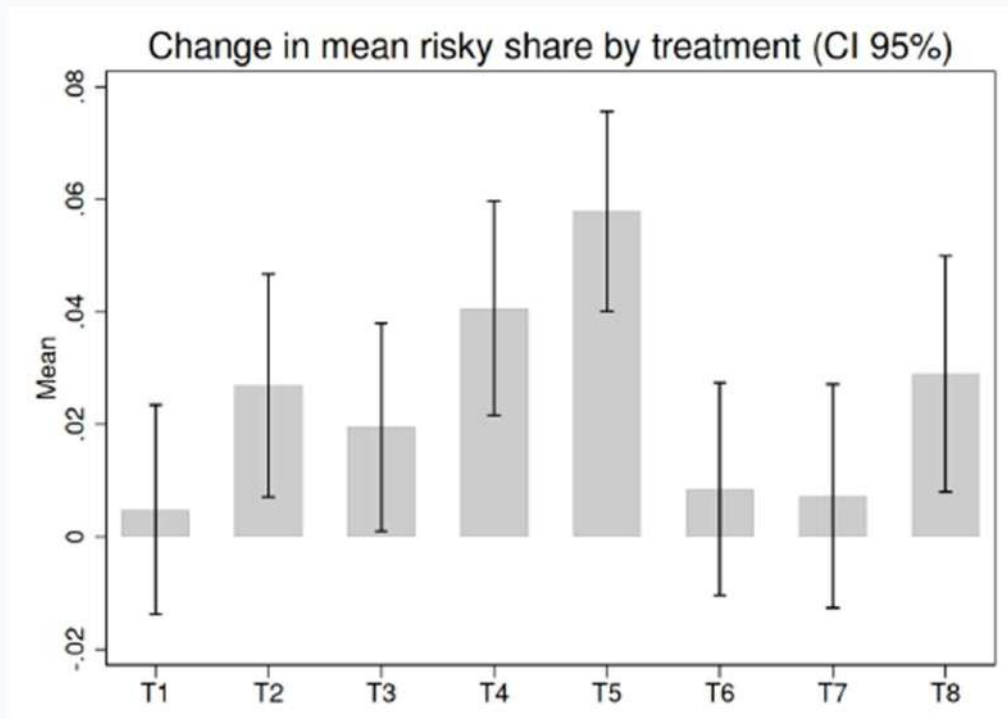


Les premières décisions mesurent le niveau de risque de départ.

Les écarts observés sont moins susceptibles de refléter des différences initiales entre individus.

Les corrélations attendues apparaissent : genre, tolérance au risque, éducation, littératie, expérience financière.

Résultat central : la comparaison publique est liée à la hausse du risque



+5,8 %

hausse moyenne des allocations
risquées avec les classements
d'investissement

+4,1 %

badges publics
d'investissement

Interprétation

Ce qui devient visible ou comparable
devient plus incitatif.

Encourager l'épargne ne fonctionne pas comme un miroir simple

Les traitements "Epargne" ne réduisent pas significativement le risque.

Constat

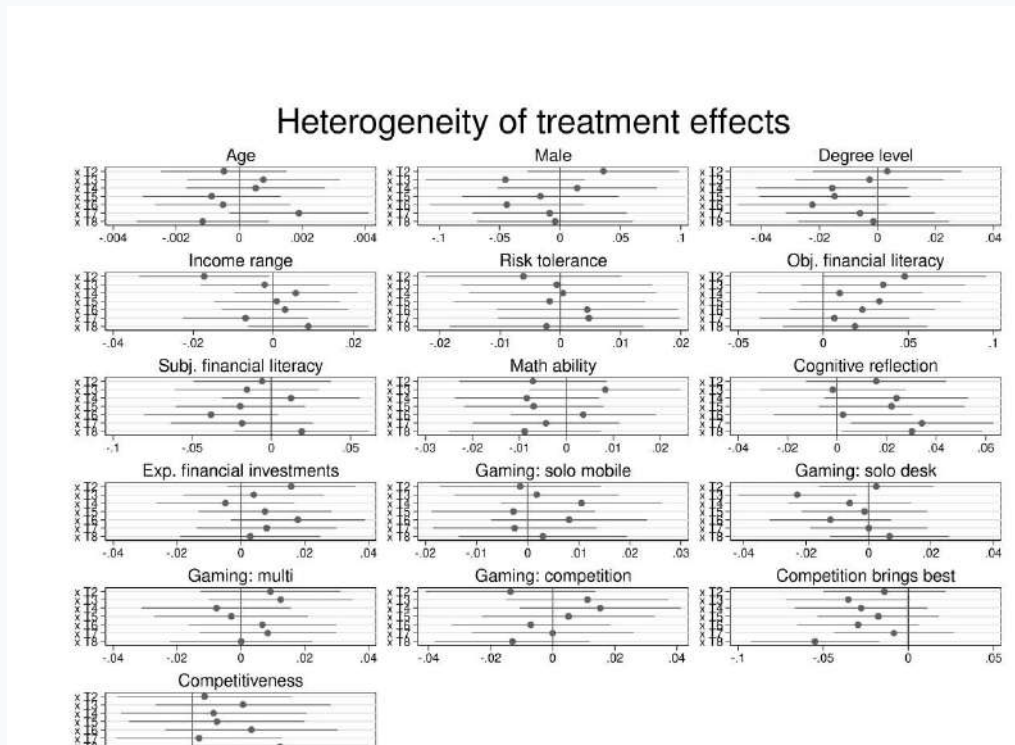
La gamification n'est pas une technologie motivationnelle neutre que l'on redirige mécaniquement vers n'importe quel comportement.

Les récompenses « investissement » s'accordent mieux avec un contexte d'investissement risqué.

Les récompenses « épargne » ne suffisent pas à orienter vers moins de risque.

La logique du jeu doit être alignée avec l'objectif visé.

L'effet ne semble pas limité à un seul profil



Les effets moyens ne paraissent pas portés par un seul groupe socio-démographique.

Le design de plateforme peut agir de façon diffuse, **au-delà des profils habituellement qualifiés de vulnérables.**

Conclusion

Les outils de gamification ont des effets mesurables sur la prise de risque.

Les mécanismes les plus puissants sont ceux qui rendent la performance visible ou comparable.

Le cadrage “épargne” ne suffit pas à neutraliser la logique d’engagement.

Discussion : quelles incitations numériques aident vraiment les ménages à transformer leur épargne en décisions de long terme ?



CHRISTIAN KÖNIG

Directeur général, Verband der Privaten
Bausparkassen (Allemagne).



Verband der Privaten
Bausparkassen e.V.

RÉFORMES ACTUELLES DU SYSTÈME DE RETRAITE EN ALLEMAGNE.

ALLEMAGNE

Réforme des retraites en pleine mutation

*Paquet retraite 2025 · Réforme Riester ·
retraite « Frühstart »*

Réformes actuelles de la prévoyance vieillesse en Allemagne

Priorité:

réforme des premier et troisième piliers et la nouvelle retraite « Frühstart »

Intervention au Collège de France, Paris

7 octobre 2026



Trois axes de réforme de la prévoyance vieillesse allemande

1

Réforme du premier pilier

Paquet retraite 2025: ligne de stabilisation, Mütterrente III, retraite active, retraite d'entreprise

FOCUS PRINCIPAL

2

Réforme du troisième pilier

Loi sur la réforme de la prévoyance vieillesse: réforme de la retraite Riester

3

Retraite « Frühstart »

Nouveau produit de prévoyance par capitalisation destiné aux enfants et aux adolescents

FOCUS



Le système allemand de prévoyance vieillesse – trois piliers

1er pilier

Assurance retraite légale

Financée par répartition, obligatoire pour environ 80 % des salariés (≈ 39,2 millions d'assurés)



2e pilier

Prévoyance vieillesse d'entreprise

Prévoyance complémentaire financée par l'employeur; modèles de partenariat social



3e pilier

Prévoyance vieillesse privée

Facultative, subventionnée par l'État : retraite Riester et retraite liée à la propriété immobilière; complétée à partir de 2027 par le compte d'épargne-retraite



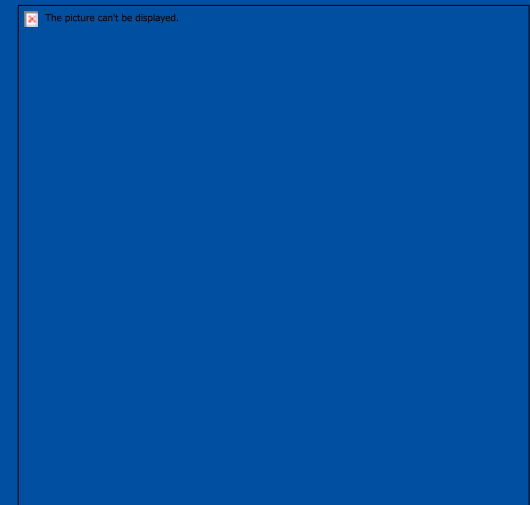
Le programme de réforme actuel du gouvernement fédéral Merz (21e législature) intervient avec l'accent le plus marqué sur le premier pilier, dans les trois piliers.



1

Réforme du premier pilier

Paquet retraite 2025: assurance retraite légale





Le paquet retraite 2025 en un coup d'œil

« Loi sur la stabilisation du niveau des retraites et sur la pleine égalité de traitement des périodes d'éducation des enfants » présentée à l'automne 2025, adoptée par le Bundestag en décembre 2025.

1 Objectif

Garantir la viabilité à long terme, la stabilité et l'équité intergénérationnelle du régime légal d'assurance retraite (Gesetzliche Rentenversicherung (GRV)).

2 Portée

Première étape d'une politique des retraites à plus long terme; la Commission sur la prévoyance vieillesse a présenté en juin 2026 des propositions de réforme plus poussées.

3 Horizon temporel

Sécurisation à court terme grâce à la ligne de stabilisation jusqu'en 2031; les options de réforme structurelle seront ensuite discutées à la lumière des recommandations de la Commission sur la prévoyance vieillesse.

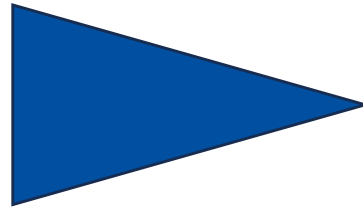
Éléments clés : ligne de stabilisation · Mütterrente III · retraite active · suppression de l'interdiction de renouvellement · renforcement de la retraite d'entreprise



Pression démographique sur le système par répartition



Années 1970:
5 – 6 cotisants par retraité



2026 (prévision):
2,0 cotisants par retraité

- Historiquement: dans les années 1970, on comptait pour un retraité environ cinq à six cotisants.
- 2026: plus qu'environ deux cotisants par bénéficiaire de retraite.
- Le système par répartition atteint ses limites, non pas sous la forme d'un effondrement soudain, mais de problèmes croissants de répartition et d'acceptation.
- Options envisageables: relèvement de l'âge de la retraite, suppression des prestations non financées par les cotisations, intégration de nouveaux groupes actifs ou réduction des droits à la retraite.



Prolongation de la ligne de stabilisation du niveau des retraites

48 %

du salaire brut moyen

Niveau des retraites garanti
par la loi jusqu'en

2031

Objectif

Empêche le niveau des retraites de baisser par rapport aux salaires – sans cette prolongation, on aurait dû s'attendre à un recul sous 48 % dès 2026.

Financement

La stabilisation passe par des réajustements réguliers des retraites, financés par des subventions fédérales – les hausses du taux de cotisation devraient rester limitées à moyen terme.

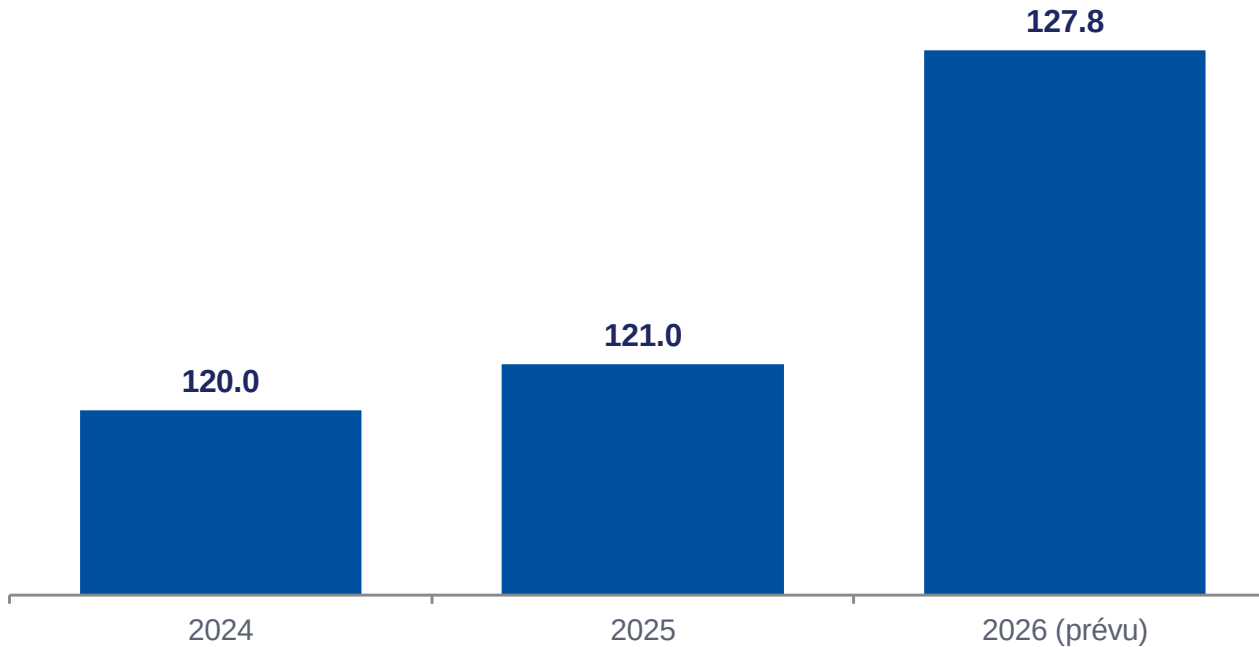
Contrôle

Le gouvernement fédéral doit présenter en 2029 un rapport sur l'évolution du taux de cotisation et des subventions fédérales.



Augmentation des subventions fédérales à l'assurance retraite

Subvention fédérale à l'assurance retraite légale, en Mrd. €



≈ 1/4

du budget fédéral 2026
(525 milliards d'euros) est
consacré à l'assurance retraite

39,2
millions

d'assurés actifs – environ 80 %
des salariés



Extension des périodes d'éducation des enfants (« Mütterrente III »)

Pleine égalité de traitement: pour les enfants nés avant 1992 s'appliqueront désormais, comme pour ceux nés après, trois ans de période d'éducation – un demi-point de retraite supplémentaire par enfant.

1er janv. 2027

Entrée en vigueur

≈ 5 milliards d'euros

de coût par an, financés par le budget
fédéral

+20,40 €

brut de retraite en plus par mois et par
enfant (valeur actuelle des retraites)

Effet : profite avant tout aux femmes, qui ont souvent combiné des périodes d'éducation plus longues avec des revenus professionnels plus faibles.





Introduction de la retraite active

2 000 €

de revenus supplémentaires exonérés d'impôt
par mois
pour les retraités

Ne s'applique pas aux travailleurs indépendants

Base juridique: loi relative aux incitations fiscales en
faveur des salariés ayant atteint l'âge de la retraite

Objectif

Face à la pénurie de main-d'œuvre qualifiée, créer des incitations à prolonger la vie active et alléger la base financière de l'assurance retraite.

Évaluation

L'impact sera vérifié au bout de deux ans – d'ici fin 2029, on devra savoir si le taux d'activité après l'âge légal de la retraite a augmenté.

Perspectives

Sera également examiné si l'inclusion des travailleurs indépendants pourrait générer des impulsions de croissance supplémentaires.



Assouplissement de l'interdiction de renouvellement après l'âge légal de la retraite

Droit applicable jusqu'à présent

L'article 14, alinéa 2, phrase 2, de la loi sur le travail à temps partiel et à durée déterminée (TzBfG) excluait en principe tout contrat à durée déterminée sans motif objectif lorsqu'une relation de travail avait déjà existé auparavant avec le même employeur. Cela s'appliquait aussi après l'âge légal de la retraite.

Nouvelle réglementation

Conformément à l'article 41, alinéa 2, du SGB VI, l'interdiction de renouvellement ne s'applique plus, sous certaines conditions, aux salariés ayant atteint l'âge légal de la retraite. Ils peuvent donc être à nouveau employés par un ancien employeur dans le cadre d'un contrat à durée déterminée sans motif objectif, pour une durée maximale de huit ans et un nombre maximal de douze contrats à durée déterminée chez le même employeur.

Portée : complète la retraite active en tant que pilier supplémentaire visant à mobiliser le potentiel d'activité au-delà de l'âge légal de la retraite.



Commission sur la prévoyance vieillesse: propositions pour une réforme structurelle des retraites

En juin 2026, la Commission sur la prévoyance vieillesse a présenté au total 33 recommandations visant à développer la prévoyance vieillesse légale, professionnelle et privée.

Lier le départ à la retraite à l'espérance de vie

À partir de 2031, l'âge légal de la retraite devra être réajusté à mesure que l'espérance de vie continue d'augmenter. La commission recommande en outre de supprimer la retraite sans décote pour les assurés ayant cotisé très longtemps et de relever de 63 à 64 ans l'âge minimum de départ à la retraite pour les assurés ayant cotisé longtemps.

Inclure davantage de personnes actives

L'assurance retraite légale doit évoluer vers un régime d'assurance des actifs. De nouveaux groupes jusqu'ici non couverts de manière obligatoire – travailleurs indépendants, députés et, en principe, personnes exerçant un « mini-job » – doivent être intégrés.

Introduire une retraite par capitalisation obligatoire

En complément du système par répartition, la commission recommande une composante par capitalisation, assortie à terme d'une cotisation supplémentaire de 2 %. La mise en place se ferait si possible progressivement à partir de 2028.

Portée : la commission propose une refonte fondamentale du système de retraite. Le financement par répartition et le financement par capitalisation doivent être davantage liés, et la base de financement de la retraite légale doit être élargie.



Analyse critique de la réforme du premier pilier

Constat politique

- Majorité étroite au Bundestag, obtenue uniquement grâce à l'abstention du groupe parlementaire Die Linke – de jeunes députés de la CDU/CSU ont refusé d'approuver la loi.
- Le facteur de pérennité est de fait suspendu ; le recours accru au financement par l'impôt reporte la charge sur les générations futures.



Constat économique

- Les questions structurelles (taux de cotisation, âge légal de la retraite, assiette de financement) ne sont pas résolues par le paquet retraite 2025. La Commission sur la prévoyance vieillesse a présenté à ce sujet, en juin 2026, des propositions de réforme plus poussées.
- Les éléments incitatifs (retraite active) atténuent mais ne résolvent pas les problèmes de financement à long terme d'une société vieillissante.





2

Réforme du troisième pilier

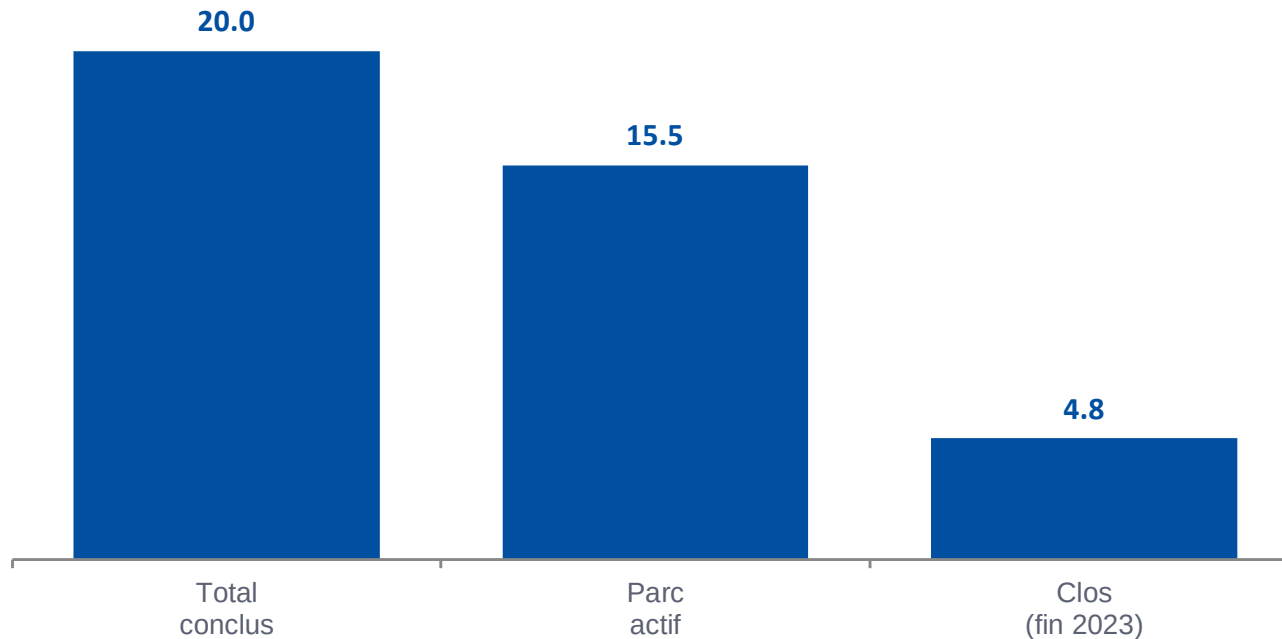
Remplacement de la retraite Riester par la loi sur la réforme de la prévoyance vieillesse





Retraite Riester : diffusion et érosion

Contrats Riester en Allemagne, en millions



- Depuis 2002, plus de 20 millions de contrats Riester ont été conclus – la croissance la plus forte ayant eu lieu entre le milieu des années 2000 et 2012.
- Le parc actif n'est plus estimé qu'à environ 15 à 16 millions de contrats; environ 4,5 à 5 millions de contrats avaient pris fin d'ici fin 2023.
- Causes de l'érosion: forte complexité et charge administrative importante, ainsi que faibles perspectives de rendement dues à la longue période de taux bas voire nuls et à la garantie de cotisation à 100 %.



Nouvelle structure de produits à compter du 1er janvier 2027

Nouvelle gamme de produits avec différentes options de garantie et retraite liée à la propriété immobilière – les contrats Riester existants bénéficient d’une protection des droits acquis.

Retraite liée à la propriété immobilière

Le logement occupé à titre personnel continue de faire partie de la prévoyance vieillesse subventionnée – y compris la subvention des remboursements de prêt

80 % de produits garantis

Sécurisation partielle du capital, avec davantage de marge pour des placements plus rémunérateurs

100 % de produits garantis

Se rapprochent le plus de l’actuelle structure Riester avec garantie totale du capital

Compte de prévoyance vieillesse sans garantie

Axé sur le rendement, avec possibilité d’investir aussi dans des ETF d’actions diversifiés à l’échelle mondiale

Produit standard :

peu coûteux et disponible chez tous les prestataires. Frais effectifs plafonnés à 1 % – pensé pour débiter sans expérience des marchés financiers



Nouveau système de primes proportionnel

Versement d'épargne ou de remboursement par an	Prime de base
jusqu'à 360 €	50 % par euro versé
de 360 € à 1 800 €	25 % par euro supplémentaire versé
Prime de base maximale par an	540 €

100 % / €

Prime pour enfant jusqu'à 300 € par enfant et par an

200 €

Prime unique pour les jeunes entrant dans la vie active, versée si le contrat est conclu avant le 25e anniversaire

Exemple : parent avec deux enfants

1 200 € de cotisation personnelle par an

390 € de prime de base

600 € de primes pour enfants

= 990 € de primes publiques par an



Amélioration des aides à la retraite liée à la propriété immobilière (« Wohn-Riester »)

Le logement occupé à titre personnel reste, pour le législateur allemand, une forme de prévoyance vieillesse privée équivalente à la retraite financière.

Retrait plus flexible

Retrait affecté à un usage précis, de la totalité ou d'une partie du capital de prévoyance vieillesse, pour l'acquisition ou le financement d'un logement à usage personnel

Aide aux remboursements de prêts

Pour les prêts destinés à l'acquisition, à la rénovation adaptée aux personnes âgées ou à la modernisation énergétique du logement

Imposition allégée

Imposition différée nettement simplifiée et allègements de procédure en cas d'abandon de l'usage personnel

Public cible

Accès facilité à la propriété, en particulier pour les familles nombreuses ainsi que les ménages à revenus faibles ou moyens



3

La retraite « Frühstart »

Un nouveau produit de prévoyance par capitalisation destiné aux enfants et aux adolescents





Concept de base de la retraite « Frühstart »

Objectif : intégrer les jeunes dès l'enfance dans un système de prévoyance vieillesse par capitalisation, afin de favoriser à long terme la constitution d'un patrimoine et l'indépendance financière à la retraite. Le programme israélien « Savings for Every Child » sert en partie de modèle.

6 – 18 ans

Public cible: enfants et adolescents scolarisés

10 €

versement mensuel de l'État par enfant éligible

18 ans

Aide versée jusqu'à la majorité, puis capital disponible avec avantages fiscaux

Lancement au 1er janvier 2027 pour les enfants nés en 2020 et 2021. Pour la promotion 2020, l'aide sera versée rétroactivement à compter du 1er janvier 2026. Les parents peuvent en outre verser volontairement leurs propres cotisations.





Forme de placement, calendrier et questions en suspens

Placement & structure

- Placement orienté vers les marchés financiers, offrant des rendements potentiellement plus élevés que les formes d'épargne classiques
- Les parents ouvrent le compte-titres auprès d'un prestataire de leur choix et peuvent en outre verser leurs propres cotisations
- Le capital reste immobilisé et bénéficie d'un régime fiscal privilégié jusqu'à l'âge normal de la retraite
- Après la majorité: transfert possible vers un autre contrat de prévoyance vieillesse subventionné, notamment pour l'acquisition d'un logement à usage personnel

Calendrier & risques

Projet de loi gouvernemental

Adopté par le Conseil des ministres fédéral le 12 août 2026 ; la procédure législative devrait être achevée avant fin 2026

Lancement en 2027

Lancement au 1er janvier 2027 pour les enfants nés en 2020 et 2021 ; pour la promotion 2020, l'aide sera versée rétroactivement à compter du 1er janvier 2026.

Montée en charge progressive

À partir de 2028, s'ajoute chaque année la cohorte atteignant six ans au cours de l'année concernée



Conclusion : opportunités et limites de la réforme

Ce que la réforme apporte

- Stabilisation à court terme du niveau des retraites à 48 % jusqu'en 2031 au moins
- Des éléments incitatifs comme la retraite active renforcent les incitations à l'activité à un âge avancé
- Modernisation du troisième pilier, avec plus de liberté de choix et de rendement
- De nouveaux produits (retraite « Frühstart ») favorisent une implication précoce sur les marchés financiers

Ce qui reste en suspens

- Les réformes structurelles (facteur de pérennité, âge légal de la retraite) sont laissées de côté
- Le financement fiscal croissant reporte la charge sur les générations futures
- Aucun mécanisme d'ajustement automatique comme en Scandinavie
- L'Allemagne reste dans la partie haute du classement international – sans effet de rattrapage

Je vous remercie

de votre attention — questions et discussion

Christian König

Directeur général

Verband der Privaten Bausparkassen e. V.

koenig@vdpb.de · LinkedIn : Christian König

www.bausparkassen.de

BESOIN DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES

Avec Abel Gonzales-Hishinuma, doctorant en économie financière, HEC Paris, Dominique Leblanc, senior advisor NSI Group, Gérard Rameix, président de l'Observatoire de l'Épargne Européenne (OEE) et Dorothee Rouzet, cheffe économiste à la Direction générale du Trésor.





ABEL GONZALES-HISHINUMA

Doctorant en économie financière,
HEC Paris.



**FOUNDER
FACTORIES: THE
ORIGINS OF HIGH-
GROWTH
STARTUPS.**

Fabriques d'entrepreneurs : aux origines des start-up à forte croissance

(titre original : *Founder Factories: The Origins of High-Growth Startups*)

François Derrien · Abel Gonzales-Hishinuma · Augustin Landier

HEC Paris

Collège de France

7 octobre 2026

Plan

1. Motivation

2. Le cœur du papier

2.1 Données

2.2 Mesure clef : le score de passage à l'échelle des anciens salariés

2.3 Identification : les acquisitions comme réaffectations de salariés

2.4 Résultats

- Ex ante (LLM à la création) + ex post (croissance réalisée)

3. Conclusion et Ouverture

Le point de départ : bidimensionnalité du financement des entreprises

Financer les startups : des capitaux et des projets

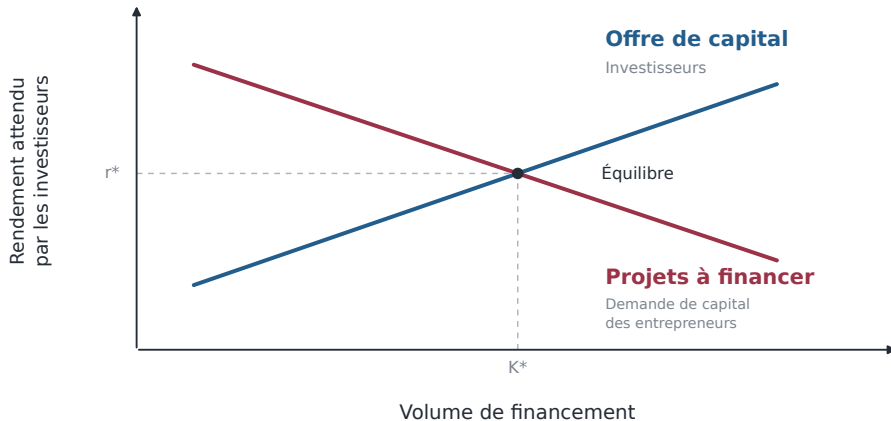


Schéma conceptuel — rendements comparés à risque donné.

« D'où vient le capital ? » et « D'où viennent les projets ? »

Malgré cette bidimensionnalité :

- C'est l'offre de capital qui fait l'objet de toutes les attentions et qui est érigée comme source de friction principale du financement des startups en Europe (« *Pas assez de VC* »)

« D'où vient le capital ? » et « D'où viennent les projets ? »

Malgré cette bidimensionnalité :

- C'est l'offre de capital qui fait l'objet de toutes les attentions et qui est érigée comme source de friction principale du financement des startups en Europe (« *Pas assez de VC* »)
- Or, le consensus académique actuel est beaucoup plus nuancé notamment car les retours du VC en Europe sont faibles

Février 2026 : HBS + State Street (dépositaire d'actifs)

- Taux de rendement annuel des fonds de VC européens au cours des dernières décennies s'est élevé à **8,6 %**, contre **14,6 %** pour les fonds américains et **10,4 %** pour ceux établis dans les marchés émergents
- Si l'on considère le ratio entre la valeur créée pour les investisseurs (réalisée ou non) et le capital investi, le constat est similaire : les fonds européens affichent un multiple d'**1,66**, contre **1,79** aux États-Unis et **1,83** dans les pays en développement

« D'où vient le capital ? » et « D'où viennent les projets ? »

Malgré cette bidimensionnalité :

- C'est l'offre de capital qui fait l'objet de toutes les attentions et qui est érigée comme source de friction principale du financement des startups en Europe (« *Pas assez de VC* »)
- Or, le consensus académique actuel est beaucoup plus nuancé notamment car les retours du VC en Europe sont faibles

Février 2026 : HBS + State Street (dépositaire d'actifs)

- Taux de rendement annuel des fonds de VC européens au cours des dernières décennies s'est élevé à **8,6 %**, contre **14,6 %** pour les fonds américains et **10,4 %** pour ceux établis dans les marchés émergents
- Si l'on considère le ratio entre la valeur créée pour les investisseurs (réalisée ou non) et le capital investi, le constat est similaire : les fonds européens affichent un multiple d'**1,66**, contre **1,79** aux États-Unis et **1,83** dans les pays en développement

⇒ **Dès lors, ces faits théoriques et empiriques contrecarrent en un certain sens cette vision du monde qui nous dit que la source de friction principale en Europe est l'offre de capital**

« D'où vient le capital ? » et « D'où viennent les projets ? »

- C'est donc assez naturel de se lancer une étude approfondie qui se penche sur l'offre de projets, pour essayer de comprendre l'origine ou la source des projets, en particulier de ceux qui réussissent
- Dans ce papier, on va donc analyser quelles entreprises forment les futurs fondateurs de start-up qui arrivent à passer à l'échelle (i.e. qui font l'objet d'une forte croissance)
- Entreprise précédente = Entreprise-mère / Entreprise d'origine / Entreprise-parent

L'hypothèse de l'*ambition de passer à l'échelle*

- Certains employeurs peuvent transmettre des critères de sélection ou une préférence pour des projets très ambitieux
- Exemples qui vont dans ce sens :

“Chez Google, [j’ai] appris à penser un produit à l’échelle.”

— *Wayne Crosby, cofondateur, Humu*
(Business Insider, juillet 2019)

« Peut-être y a-t-il aussi une peur de réussir. »

— *Peter Thiel, cofondateur de PayPal et Palantir*
(Fortune, septembre 2026)

Partie 1

Données

Sources de données

Source	Utilisation
Revelio Labs	Univers des données LinkedIn 770 millions d'utilisateurs Trajectoires professionnelles, identification des fondateurs
Tracxn & SDC	Acquisitions 2005–2024 ; date de transaction, cible, acquéreur
Preqin	Financement des startups ; tours, investisseurs, montants
Wayback Machine	Archives des sites web des startups au moment de leur création

Partie 2

Mesure clef : le score de passage à l'échelle des anciens salariés

Intuition : comment identifier les *Fabriques d'entrepreneurs* ?

L'idée : comparer la taille des startups créées par les anciens employés, à ce que l'on aurait normalement attendu.

1. Comparer des choses comparables

Pour chaque entreprise d'origine, nous regardons la taille atteinte par les startups de ses anciens employés après trois ans.

Nous tenons compte de différences évidentes :

- le pays de création ;
- le secteur de l'entreprise d'origine ;
- l'année de création de la startup

2. Ne pas confondre taille et effet "Pépinière"

Une très grande entreprise produit mécaniquement davantage de fondateurs.

Nous retirons donc ce qui s'explique simplement par la **taille de l'entreprise d'origine**.

Ce qui reste mesure sa propension à produire des fondateurs dont les startups deviennent **anormalement grandes**.

Intuition : comment identifier les *Fabriques d'entrepreneurs* ?

L'idée : comparer la taille des startups créées par les anciens employés, à ce que l'on aurait normalement attendu.

Score élevé $\implies$ les anciens employés créent des startups **plus grandes que prévu**, compte tenu de leur environnement.

Ce score ne mesure donc pas combien de startups une entreprise produit, mais à quel point les startups de ses anciens employés ont tendance à changer d'échelle.

Haut et bas du score de « fabrique d'entrepreneurs »

Plus grandes entreprises dans le décile supérieur du score

(les anciens salariés créent des startups anormalement grandes)

3M Co. (États-Unis)
Uber Technologies (États-Unis)
McKinsey & Co. (États-Unis)
Bank of America (États-Unis)
Mindtree (Inde)
Boston Consulting Group (États-Unis)
Broadcom (États-Unis)
Barnes & Noble (États-Unis)
Bain & Co. (États-Unis)
Corning (États-Unis)

Plus grandes entreprises dans le décile inférieur du score

(les anciens salariés créent des startups anormalement petites)

U.S. Postal Service (États-Unis)
Travelers (États-Unis)
Victoria's Secret & Co. (États-Unis)
Jumbo Supermarkten (Pays-Bas)
Chick-fil-A (États-Unis)
GameStop (États-Unis)
GE Aviation Systems (États-Unis)
Charter Communications (États-Unis)
H-E-B (États-Unis)
ASDA Stores (Royaume-Uni)

Haut et bas du score de « fabrique d'entrepreneurs » – UE27

Plus grandes entreprises dans le décile supérieur du score

(les anciens salariés créent des startups anormalement grandes)

ICON plc (Irlande)

NCC AB (Suède)

Vantiva SA (France)

VINCI Energies SA (France)

Perfetti Van Melle Group BV (Pays-Bas)

Opel Special Vehicles GmbH (Allemagne)

Portugal Telecom, Imobiliária SA (Portugal)

Knorr-Bremse AG (Allemagne)

Defacto SAS (France)

Tecnocom España Solutions SL (Espagne)

Plus grandes entreprises dans le décile inférieur du score

(les anciens salariés créent des startups anormalement petites)

Jumbo Supermarkten BV (Pays-Bas)

Intermarché SA (France)

Alstom Power AG (Allemagne)

Allied Irish Banks Plc (Irlande)

Smurfit Kappa Group Plc (Irlande)

Wärtsilä Oyj Abp (Finlande)

Club Med SAS (France)

GEA Group AG (Allemagne)

Evonik Industries AG (Allemagne)

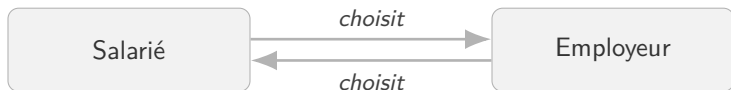
Tyco International Plc (Irlande)

Partie 3

Identification : les acquisitions comme réaffectations de salariés

Pourquoi utiliser les acquisitions ?

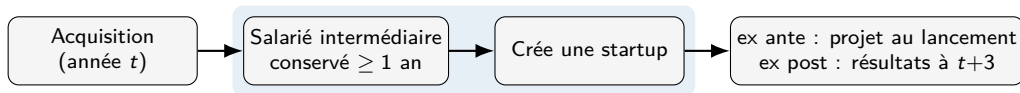
Emploi ordinaire = appariement bilatéral



*Les acquisitions fournissent une **variation d'exposition** moins endogène.*

*On étudie les **salariés de niveau intermédiaire** : ils ne sont pas la raison de la transaction.*

Fenêtre d'exposition



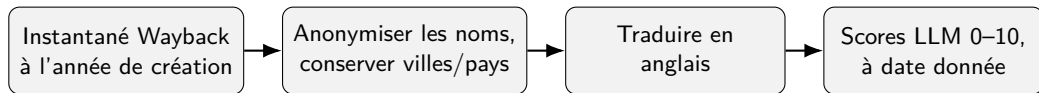
Partie 4

Résultats

ex ante (LLM) · ex post (réalisé) · mécanisme

Une mesure ex ante du *type de projet* à la création

Pipeline de génération des données.



Pour éviter le biais d'anticipation:

- **Anonymisation** — les noms d'entreprise, de fondateur, d'investisseur, de client et de produit sont remplacés par des jetons
- **État ex ante du site web** — seul le texte archivé à la création ou autour de celle-ci est utilisé ; aucune information postérieure

Quatre scores **ex ante** de scalabilité (0–10) capturent le **type de projet** :

Étendue du marché (Potentiel de demande) • *Levier opérationnel* (Capacité de croissance) • *Portée géographique* (Déploiement géographique) • *Potentiel de leadership* (Capacité de domination de marché)

Concrètement : demander au prompt LLM de se mettre dans la peau d'un VC early-stage

Ce que le LLM note concrètement : deux exemples illustratifs

FORTE scalabilité

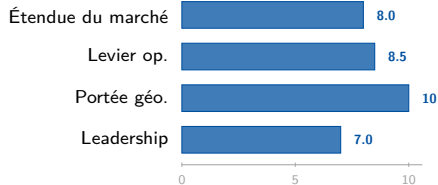
mistral.ai

2023-09-27

Mistral AI

"L'IA de pointe entre vos mains."

Les meilleurs modèles 7B, Apache 2.0, open source



Ce que le LLM note concrètement : deux exemples illustratifs

FORTE scalabilité

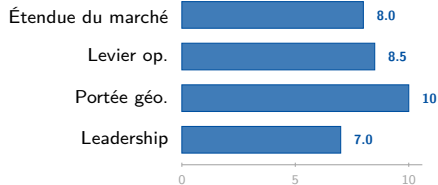
mistral.ai

2023-09-27

Mistral AI

"L'IA de pointe entre vos mains."

Les meilleurs modèles 7B, Apache 2.0, open source



FAIBLE scalabilité

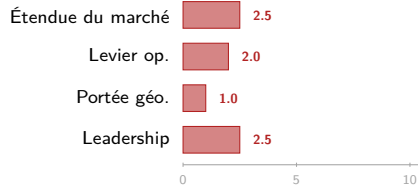
lhache-prise.fr

2017-06-04

L'hache prise

"1^{er} centre Lillois de lancer de haches."

Idéal pour le team building. Site n°1 de lancer de haches en France.



Résultat ex ante 1 : le score prédit l'ambition du projet à son lancement

Les employés réaffectés vers des entreprises à score élevé choisissent des projets plus ambitieux et plus facilement déployables à grande échelle.

+2.5%

**Marché
plus large**

potentiel de demande

+5.3%

**Plus de levier
opérationnel**

croissance plus facilement
scalable

+2.7%

**Portée
plus internationale**

déploiement géographique

+3.3%

**Potentiel de
leadership plus
élevé**

capacité de dominer son
marché

Point clef : ces caractéristiques sont observées **au moment de la création de la startup**, avant que son succès ne soit connu.

Les quatre relations sont statistiquement significatives.

Résultat ex post 1 : le score prédit la croissance réalisée de la startup

Les employés réaffectés vers des entreprises à score élevé créent des startups qui deviennent effectivement plus grandes et plus internationales.

+8.5%

Plus
d'emplois

trois ans après la création

+5.0%

Présence dans
davantage de pays

trois ans après la création

+91.2%

Plus susceptibles
de réaliser une
acquisition

croissance externe

Point clef : l'ambition observée **ex ante** se traduit ensuite par une **croissance réellement plus forte** de la startup.

Effets associés à une hausse d'un écart-type du score de l'entreprise-mère.

Remarque : validation externe supplémentaire

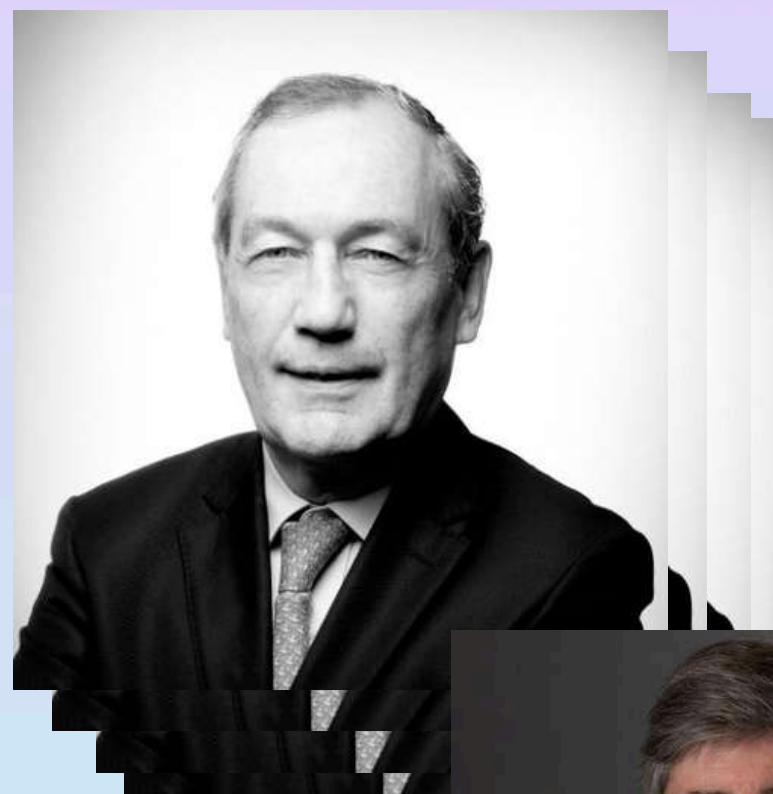
Antler (1.4Md USD) : *Europe's Growth Stage Founder Factories* (2026)

- Leur étude porte sur 51 722 startups et mesure la réussite par la probabilité de passer d'un financement Seed à une Série A
- Elle montre que l'expérience la plus prédictive n'est pas d'avoir travaillé dans la Big Tech, mais d'avoir participé à la phase de croissance d'une startup ($\approx$ phase ambitieuse), du Seed aux Séries A–C
- Antler classe ensuite les entreprises selon leur capacité de produire des anciens employés qui deviennent des fondateurs capables de passer d'une levée de fonds Seed à Série A

**$\Rightarrow$ taux de recouvrement très élevé,
malgré des approches et des méthodes très différentes**

Conclusion

1. Proposer une mesure des « fabriques d'entrepreneurs » : les entreprises qui engendrent des startups qui passent à l'échelle
2. Utiliser les acquisitions comme chocs de réaffectation pour estimer un effet causal
3. L'exposition d'un fondateur à un score élevé prédit l'échelle planifiée et réalisée des startups
 - Cela suggère que l'exposition à des organisations à score élevé crée une « aversion à la petite échelle » cf. Peter Thiel
4. **Implication** : le capital organisationnel traverse les frontières via les salariés
 - La valeur locale d'attirer une entreprise à score élevé inclut la création locale de startups à fort potentiel
 - L'identification et la compréhension des « fabriques d'entrepreneurs » peuvent jouer un rôle clef dans une mobilisation plus efficace de l'épargne de long terme au service du financement des startups européennes



DOMINIQUE LEBLANC

Senior Advisor à NSI Group.



GÉRARD RAMEIX

Président de l'Observatoire de
l'Épargne Européenne (OEE).



**DYNAMIQUES
RÉCENTES ET
TRANSFORMATIONS DU
FINANCEMENT DE
MARCHÉ EN FRANCE ET
À L'INTERNATIONAL.**



DOROTHÉE ROUZET

Cheffe économiste à la
Direction générale du Trésor.


MINISTÈRE
DE L'ÉCONOMIE,
DES FINANCES
ET DE LA SOUVERAINETÉ
INDUSTRIELLE, ÉNERGÉTIQUE
ET NUMÉRIQUE
*Liberté
Égalité
Fraternité*

Direction générale
du Trésor



MINISTÈRE
DE L'ÉCONOMIE,
DES FINANCES
ET DE LA SOUVERAINETÉ
INDUSTRIELLE, ÉNERGÉTIQUE
ET NUMÉRIQUE

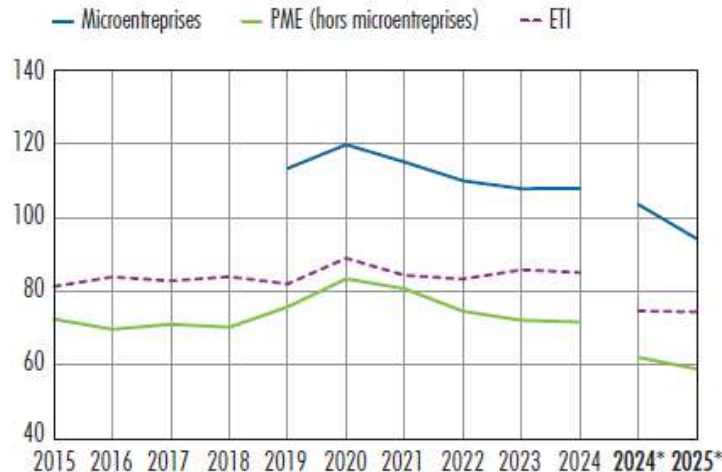
*Liberté
Égalité
Fraternité*

BESOINS DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES

Dorothée Rouzet
Direction générale du Trésor

Les besoins en fonds propres des entreprises restent importants

Taux d'endettement (moyenne, en %)



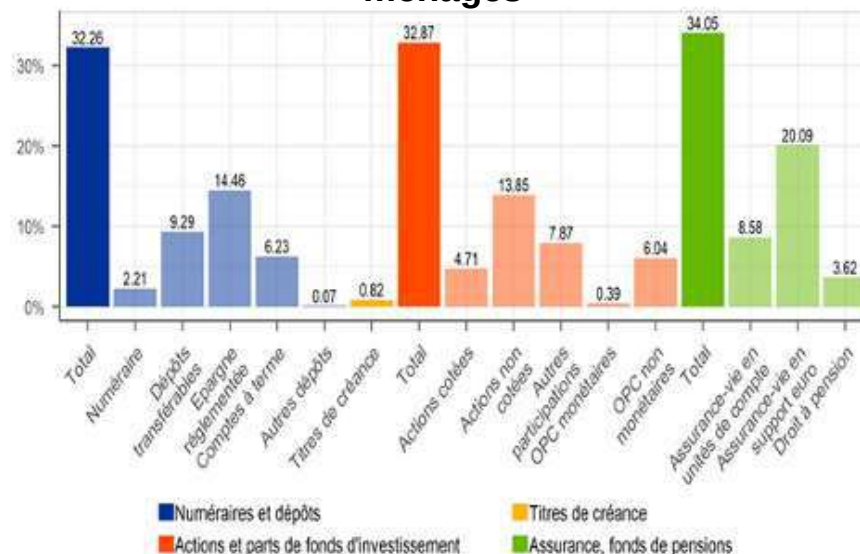
Source : Banque de France

Des nouveaux besoins de financement : l'exemple de la transition écologique

- La transition écologique nécessite des **investissements importants pour atteindre nos objectifs climatiques** :
 - **En France**, les investissements bas-carbone s'établissent à plus de 100 Md€₂₀₂₄ dans les dernières années : ils devront plus que doubler en 2030 par rapport à 2024 ;
 - Les investissements bas-carbone des **entreprises** s'élèvent à environ 50 Md€₂₀₂₄ : ils devront eux aussi presque doubler pour atteindre 40 Md€ supplémentaires.
- La situation budgétaire de la France impose de **réfléchir aux conditions permettant de mobiliser plus largement les financements privés**, au lieu d'avoir recours à de nouveaux financements publics
- Les entreprises ne sont pas les seules à pouvoir contribuer au financement de leurs investissements bas-carbone. **Institutions, banques et ménages** disposent également de leviers de financement qui peuvent être mobilisés :
 - **La taxonomie européenne** a pour but **d'orienter les décisions d'investissements** vers les activités favorables à la transition énergétique et écologique. Elle est également utilisée dans la définition de critères **d'attribution de labels « verts »** ;
 - **Le crédit bancaire classique** contribue au financement de certains investissements bas-carbone, par exemple ceux des ménages pour la rénovation de logements et l'acquisition de véhicules électriques ;
 - **L'épargne des ménages**. La SPAFTE présente notamment le cas du **label ISR**, qui est un outil permettant aux épargnants d'identifier les fonds intégrant des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance dans leur stratégie d'investissement

Les ménages : une épargne abondante mais peu orientée vers le long terme

Décomposition du patrimoine financier des ménages



Source : Banque de France.



**MINISTÈRE
DE L'ÉCONOMIE,
DES FINANCES
ET DE LA SOUVERAINETÉ
INDUSTRIELLE, ÉNERGÉTIQUE
ET NUMÉRIQUE**

*Liberté
Égalité
Fraternité*

Direction générale du Trésor

FABRIZIO PAGANI

Trésorier de l'Institut Jacques Delors, professeur à Sciences Po et ancien directeur de cabinet du ministre italien des finances.



**PRÉSENTATION DES
RECOMMANDATIONS DU
GROUPE DE TRAVAIL DE
L'INSTITUT JACQUES
DELORS SUR L'UNION DE
L'ÉPARGNE ET DE
L'INVESTISSEMENT (UEI).**

Q/R

Union de l'Épargne et de l'Investissement : quels leviers pour passer à l'échelle ?

Modérateur



FABRICE DEMARIGNY

associé chez Forvis Mazars et
président de l'ECMI



DELPHINE D'AMARZIT

présidente, directrice générale
d'Euronext Paris



SÉBASTIEN RASPILLER

secrétaire général de
l'AMF



SOPHIE BARBIER

responsable du pôle Europe
de la Caisse des Dépôts



MARC LEFEVRE

président de Place des
Investisseurs



BERTRAND DUMONT

Directeur général de la
Direction générale du Trésor.


MINISTÈRE
DE L'ÉCONOMIE,
DES FINANCES
ET DE LA SOUVERAINETÉ
INDUSTRIELLE, ÉNERGÉTIQUE
ET NUMÉRIQUE
*Liberté
Égalité
Fraternité*

Direction générale
du Trésor

CONCLUSION