



# Renforcer le capital-risque français

Les notes du conseil d'analyse économique, n° 33, juillet 2016

Le crédit bancaire n'est pas adapté au financement de l'innovation et des *start-up* qui ne peuvent pas gérer des échéances de remboursement fixes. L'émergence de nos « licornes » repose sur une industrie dynamique du capital-risque. Affichant des succès comme Criteo ou BlaBlaCar, ainsi qu'une croissance annuelle de plus de 100 % en 2015, le capital-risque français progresse. Il devra cependant combler des insuffisances aux différentes étapes de la chaîne de financement s'il veut rattraper son retard sur les États-Unis et le Royaume-Uni : les fonds français sont encore trop petits et trop peu internationalisés ; les *business angels*, qui jouent un rôle clé à l'amorçage des *start-up* ont un poids économique faible relativement aux autres pays européens et aux États-Unis ; le marché européen des sorties affiche un dynamisme moindre qu'aux États-Unis ; enfin les universités participent peu à l'écosystème d'innovation.

Cette Note s'intéresse à l'intervention publique au travers de l'activité de la Banque publique d'investissement (Bpifrance), son articulation avec les Programmes d'investissement d'avenir (PIA) et la fiscalité des entrepreneurs et des investisseurs.

L'histoire du secteur aux États-Unis nous enseigne que l'intervention publique peut jouer un rôle clé, notamment par ses effets d'entraînement sur l'investissement privé et son soutien à l'éclosion d'un écosystème d'innovation autonome. L'action publique peut également se justifier pour stabiliser les financements le long du cycle économique ou bien pour des projets particulièrement risqués

et/ou de long terme. En France, Bpifrance a, par exemple, joué un rôle essentiel dans le financement des fonds de capital-risque pendant la crise financière de 2008 ou dans l'émergence récente d'un écosystème de capital-croissance technologique. Cependant sa doctrine d'investissement direct, ainsi que celle des PIA, souffre d'un manque de lisibilité et d'une cohérence d'ensemble. Du côté de l'activité fonds de fonds, si l'importance de l'intervention publique est justifiée au regard de la quasi-absence d'investisseurs privés de long terme en France, il ne faut pas oublier que l'objectif devrait être de favoriser l'émergence d'une industrie du capital-risque autonome et internationalisée. Enfin, l'indépendance de Bpifrance, tout en continuant de s'appuyer sur la qualité de ses dirigeants, devrait reposer sur une gouvernance solide, faisant plus de place aux experts, notamment étrangers.

En parallèle, l'implication de la communauté scientifique dans la dynamique entrepreneuriale pourrait être favorisée en améliorant les dispositifs d'échanges entre *start-up* et universités.

S'agissant de fiscalité, il importe de veiller à ce que le parcours fiscal des entrepreneurs à succès les incite à devenir des *business angels* afin de faire profiter l'écosystème français de leurs capitaux et expertise. Nous recommandons ainsi de faciliter le réinvestissement des plus-values générées *via* un compte entrepreneur-investisseur. Il est également souhaitable de clarifier la fiscalité relative aux investisseurs étrangers qui souscrivent aux fonds de capital-risque et leur en faciliter l'accès.

Cette note est publiée sous la responsabilité des auteurs et n'engage que ceux-ci.

<sup>a</sup> Daphni et France Digitale ; <sup>b</sup> École d'économie de Toulouse (TSE), U. de Toulouse 1, IDEI, membre du CAE ;

<sup>c</sup> École d'économie de Toulouse (TSE), membre du CAE.

Le développement d'une *start-up* passe par plusieurs phases : incubation, amorçage, démarrage, croissance et sortie (cf. encadré 1). Au sens strict, on désigne par « capital-risque » les financements apportés par des fonds en fin d'amorçage et durant les phases de démarrage et de croissance. Par extension, on parle souvent de capital-risque pour désigner l'ensemble de la chaîne de financement des *start-up*. Nous nous plaçons ici dans cette acception large du « capital-risque ».

Le capital-risque joue un rôle d'accélérateur dans les processus d'innovation<sup>1</sup>. Renforcer le capital-risque en France constitue donc un enjeu stratégique majeur. Après un bref état des lieux, nous formulons deux séries de recommandations, portant respectivement sur les modalités de l'intervention publique et sur la fiscalité.

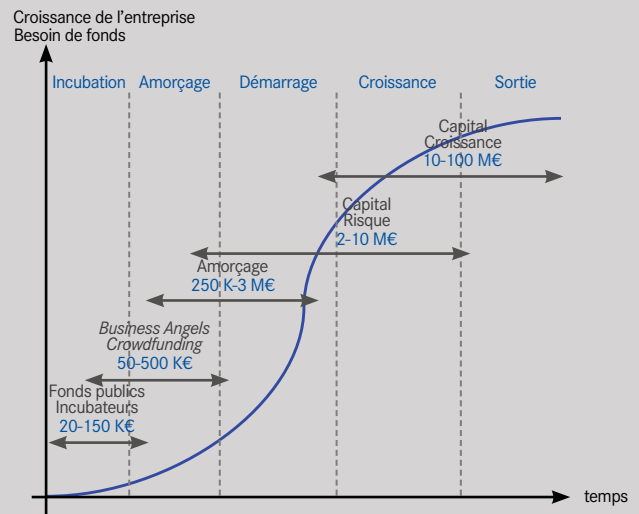
## Le capital-risque en France : état des lieux

### Un déficit d'attractivité de la place française

Les fonds de capital-risque sont habituellement fermés, gérés par des professionnels et alimentés par des sources privées (fonds de pension, assurances, banques, grandes entreprises, particuliers, etc.) ou publiques (États, institutions financières publiques). L'Association européenne du capital-investissement (EVCA) mesure le poids du capital-risque dans l'économie de chaque pays européen soit comme destination des fonds (quelle qu'en soit l'origine géographique – activité financée), soit comme pays investisseur (quelle que soit la destination géographique des fonds – activité de financement). L'écart entre les deux « parts de marché » peut se lire comme un indicateur d'attractivité nette. Un écart positif signifie que l'activité financée par le capital-risque représente une part de l'économie plus importante que l'activité de financement du capital-risque : le pays « importe » le capital-risque qui lui manque pour financer ses entreprises innovantes. C'est le cas du Royaume-Uni et de l'Allemagne (graphique). La France est dans la situation inverse : l'activité de ses fonds de capital-risque excède légèrement l'investissement dans les entreprises innovantes situées en France, de sorte que le capital-risque « excédentaire » est investi à l'étranger<sup>2</sup>.

Les raisons les plus souvent avancées par les investisseurs internationaux sur le manque d'attractivité de la France comme lieu d'implantation de *start-up* à haut potentiel sont la réglementation du travail, la fiscalité, le risque perçu d'interventions publiques « anti-business » lié aux « affaires »

### La chaîne de financement des entreprises innovantes



#### Étape 1. Incubation

Au premier stade du développement, lorsque l'entreprise n'existe pas encore et que son modèle d'affaire n'est pas établi, le financement repose essentiellement sur le *love money* (FFF pour *Family, Friends and Fools*), les aides publiques (concours, prêts d'honneur) ou encore l'aide apportée par les incubateurs ou les accélérateurs.

#### Étape 2. Amorçage

Il s'agit du premier apport en capital de l'entreprise. Les fonds peuvent provenir de *business angels*, de la puissance publique (aides), de mécanisme d'appel à l'épargne privé de type *crowdfunding* ou de fonds spécialisés (fonds d'amorçage).

#### Étape 3. Démarrage

C'est généralement à ce stade qu'intervient le capital-risque au sens strict, essentiellement au travers de l'activité de fonds spécialisés mais également *via* des aides publiques ici encore.

#### Étape 4. Croissance

Durant la phase de croissance interviennent aussi les fonds de capital-croissance, qui permettent à l'entreprise d'étendre son volume d'activité et de s'attaquer à de nouveaux marchés.

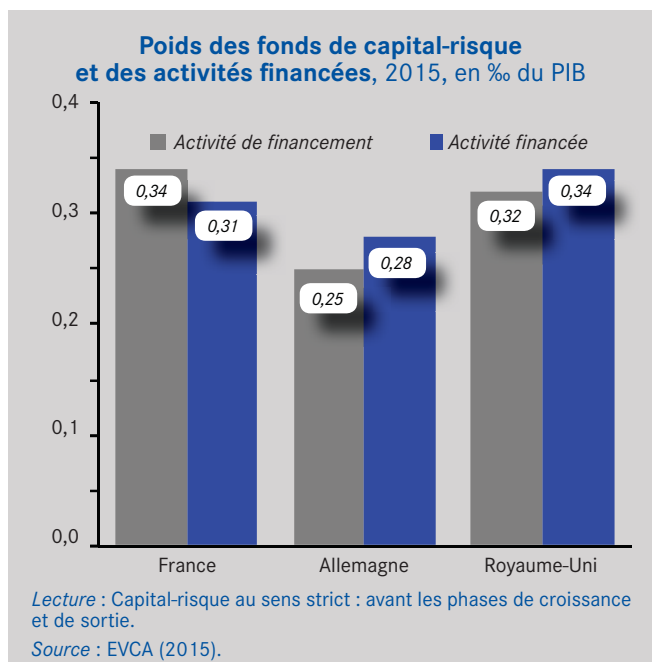
#### Étape 5. Sortie

La dernière étape éventuelle est celle de la sortie : revente de l'entreprise (le plus souvent à de grandes entreprises désireuses de s'approprier les actifs, les idées et/ou les technologies développées) ou introduction en Bourse.

Les auteurs remercient Bernard Arock, Daniel Balmisse, Benoit Bazzochi, Jean-David Chamborédon, Philippe Collombel, Olivier Couraud, Jean Daumet, Antoine Drean, Paul-François Fournier, Xavier Ploquin, Sébastien Raspiller, François Véron, Delphine Villuendas, Nicolas Von Bülow, Pascal Werner et Ed Zimmerman. Ils remercient également Jean Beuve, conseiller scientifique au CAE, pour son soutien et son aide précieuse.

<sup>1</sup> Voir, par exemple, Kortum S. et J. Lerner (2000) : « Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation », *RAND Journal of Economics*, vol. 31, n° 4, pp. 674-692.

<sup>2</sup> Le manque d'attractivité de la France pour le capital-risque est confirmé par la faiblesse des investissements provenant de l'étranger, 850 millions d'euros en 2014, soit 9,4 % du total des montants investis, contre 37,1 % dans le cas allemand, cf. Invest Europe Research (2016) : *European Private Equity Activity Data 2007-2015*.



Le capital-risque français est en forte croissance, avec 484 opérations totalisant 1,81 milliard d'euros d'investissements en 2015, soit le double du montant investi en 2014<sup>6</sup>. Ces performances classent la France deuxième en Europe après le Royaume-Uni pour le nombre d'opérations (21 % du total), mais seulement troisième après l'Allemagne pour les montants investis : le capital-risque français réalise en moyenne de plus petites opérations. La comparaison avec les États-Unis est encore moins flatteuse : une *start-up* américaine bénéficie en moyenne de 8,3 fois plus de capital pour se développer qu'une *start-up* européenne<sup>7</sup>.

**Constat 1.** Le capital-risque français est dynamique mais il réalise des levées de fonds de taille plus modeste qu'ailleurs en Europe. Ses succès sont moindres en nombre et en taille, et l'écosystème français souffre d'un manque d'internationalisation.

Dailymotion et Uber, ou encore le manque d'internationalisation de la place parisienne. Ainsi, dans le classement Compass 2015, Paris occupe la 11<sup>e</sup> place mondiale des écosystèmes d'innovation, derrière Londres (6<sup>e</sup>) et Berlin (9<sup>e</sup>)<sup>3</sup>. En comparaison de Londres, Berlin ou de la Silicon Valley, les *start-up* « tech » parisiennes n'emploient que peu de talents étrangers et sont financées plus massivement par des investisseurs locaux (tableau 1). Selon une étude de GP Bullhound<sup>4</sup>, la France ne comptait, en 2015, que trois « licornes »<sup>5</sup> valorisées globalement à 6,7 milliards de dollars quand l'Allemagne, la Suède et le Royaume-Uni en comptaient, respectivement, 4, 6 et 17, valorisées à 18, 26,5 et 40,4 milliards.

**Faiblesse de l'écosystème des *business angels***

Selon l'EVCA, l'essentiel des investissements français en capital-risque (au sens large) se concentre dans les phases de démarrage de l'activité. Le financement des phases d'incubation et d'amorçage est plus difficile, notamment du fait du manque de *business angels* (BA). D'après l'EBAN<sup>8</sup>, les BA jouent un rôle clef pour l'amorçage des entreprises innovantes. Ils permettent de combler l'écart entre les financements apportés par l'équipe entrepreneuriale (y compris ses réseaux personnels) et un éventuel financement par un fonds de capital-risque. En 2014, ils représentaient 73 % des investissements européens en amorçage, pour un montant de 5,5 milliards d'euros<sup>9</sup>. Cependant, le poids économique des BA est relativement faible en France : en 2013, leurs investissements ont représenté 1,7 % du PIB en France, contre 2 % en Allemagne, 4,4 % au Royaume-Uni et 4,6 % en Suède<sup>10</sup>.

**1. Travailleurs et capitaux étrangers dans les *start-up* « tech », en %**

|                                                           | Paris | Londres | Berlin | Silicon Valley |
|-----------------------------------------------------------|-------|---------|--------|----------------|
| Salariés étrangers                                        | 22    | 53      | 49     | 45             |
| Tours de table composés d'investisseurs locaux uniquement | 73    | 53      | 64     | 61             |

Source : Compass (2015).

D'après France Angels, la Fédération française des réseaux de BA, la France comptait, en 2015, 10 000 BA (1 pour 6 600 d'habitants) fédérés dans 76 réseaux<sup>11</sup>. Cette même année, les BA ont réalisé 386 opérations pour un montant

<sup>3</sup> The Global Start-up Ecosystem Ranking, 2015.

<sup>4</sup> Independent Technology Research, by GP Bullhound (2015) : *European Unicorns: Do They Have Legs?*

<sup>5</sup> Nom donné aux *start-up* valorisées à plus d'un milliard de dollars.

<sup>6</sup> EY (2015) : *Baromètre EY du capital-risque en France*.

<sup>7</sup> Comparaison entre les statistiques fournies par l'EVCA et le NCVA (équivalent américain de l'EVCA).

<sup>8</sup> Établi en 1999, European Business Angel Network (EBAN) (de son nom complet European Trade Association for Business Angels, Seed Funds and Early Stage Market Players) est une organisation pan-européenne regroupant 170 organisations membres et 59 pays et qui représente la communauté des investisseurs de phase initiale.

<sup>9</sup> La même année, les fonds de capital-risque apportaient 26 % des financements d'amorçage et les plates-formes de *crowdfunding* seulement 1 %.

<sup>10</sup> Cf. Commission européenne (2015) : *Business Angels and Access to Finance*, figure 5.

<sup>11</sup> Dans de nombreux pays, les BA se regroupent en réseaux plus ou moins formels au sein desquels ils peuvent partager le travail de *due diligence* (analyse des dossiers), mutualiser les risques et ainsi réaliser des investissements plus importants.

total de 41,2 millions d'euros<sup>12</sup>. La France se distingue par les faibles montants investis : l'investissement moyen d'un BA français est 2 fois moins important qu'un BA anglais et 2,5 fois moins important qu'un BA allemand<sup>13</sup>. Aux États-Unis, le *Center for Venture Research* de l'Université du New Hampshire comptait, pour l'année 2010, 265 400 BA (1 pour 1 200 habitants) ayant financé 61 900 nouvelles entreprises, pour un volume total de 20,1 milliards de dollars. Ces dizaines de milliers de nouvelles entreprises constituent un véritable vivier au sein duquel le capital-risque peut opérer sa sélection. En définitive, la France se caractérise non seulement par un faible nombre de BA, mais aussi par le fait que ces derniers apportent de faibles montants aux projets qu'ils soutiennent.

**Constat 2.** La France souffre d'une insuffisance de *business angels* en nombre et en capacité individuelle de financement.

### Difficultés à la sortie

Une étude de France Digitale en 2013 révèle que l'environnement de sortie en Europe est considéré comme le point le plus critique<sup>14</sup>. Les sorties, qui permettent aux investisseurs et aux entrepreneurs d'acquiescer un retour complet ou partiel sur leur investissement initial, peuvent prendre trois formes : introduction en Bourse, vente de l'entreprise à un acquéreur ou vente (entière ou partielle) à un fonds spécialisé de *private equity*. Un marché de sortie favorable est fondamental car il crée une boucle de rétroaction positive sur les premières étapes de la chaîne de financement. S'il n'existe pas de données consolidées sur les introductions en Bourse et les ventes à des entreprises privées, l'étude qualitative de France Digitale indique que pour dix rachats de *start-up* européennes, neuf sont le fait d'acquéreurs américains.

**Constat 3.** Le marché des sorties et introductions en Bourse est moins dynamique en Europe qu'aux États-Unis.

### Des performances affichées inférieures à la moyenne européenne

Selon l'Association française des investisseurs pour la croissance (AFIC), le taux de rendement interne (TRI) net moyen du

capital-risque évalué sur dix ans serait de - 0,2 % à fin 2013, la moyenne des 25 % les plus performants étant de 11,8 %<sup>15</sup>. En Europe le TRI net moyen se situait la même année à 1,68 %, les 25 % meilleurs étant à 15,5 %<sup>16</sup>. Cette différence de performance affichée peut également participer à la faible appétence des capitaux privés étrangers pour le capital-risque français. Elle mériterait cependant d'être mieux étudiée car un rapport de la Cour des comptes de 2015<sup>17</sup> sur les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) et les fonds d'investissement de proximité (FIP) fait état d'un TRI net moyen des fonds fiscaux échantillonnés de - 5,1 % pour 2014 très en dessous de la moyenne AFIC, ce qui tirerait la moyenne vers le bas. Il serait utile d'établir la performance nette des fonds de capital-risque français souscrits par des investisseurs institutionnels, sans y intégrer les fonds fiscaux type FCPI/FIP, afin qu'elle soit évaluée sur un périmètre comparable aux autres fonds européens. Ces chiffres de rentabilité faibles en eux-mêmes suggèrent qu'il n'y a pas une forte pénurie de capital dédié aux *start-up* en France.

**Constat 4.** Les performances affichées des fonds de capital-risque français sont inférieures à la moyenne européenne.

### Le rôle de l'intervention publique

Plusieurs séries d'arguments peuvent justifier l'intervention publique dans la chaîne de financement des entreprises innovantes :

- *pénurie d'investisseurs privés de long terme.* La France manque de fonds de long terme. Pour des raisons réglementaires (ratios prudentiels), les banques et les compagnies d'assurances ne peuvent investir que des montants limités dans des projets risqués de long terme. Elles ont également des contraintes d'efficacité de gestion (temps passé/montant investi) et de ratio d'emprise sur les fonds souscrits qui leur font naturellement privilégier des fonds de grande taille. Surtout, la France ne dispose pas de fonds de pension ni d'*endowments* d'universités, qui dans d'autres pays travaillent dans le long terme et peuvent donc prendre des risques. Or, le capital-risque a un rendement imprévisible, historiquement faible, qui de surcroît ne se réalise pas avant 7-10 ans. La politique d'investissement de Bpifrance dans des « fonds de fonds »<sup>18</sup> privés procède ainsi de la volonté

<sup>12</sup> FranceAngels (2015) : *L'investissement des business angels en France*.

<sup>13</sup> European Business Angels Network (EBAN) (2014) : *Statistics Compendium*, EBAN. Cette étude recense 4 320 BA en France en 2013.

<sup>14</sup> France Digitale (2013) : *Web Investors Forum, Boosting Digital Startup Financing in Europe*, Rapport pour la Commission européenne

<sup>15</sup> AFIC-EY (2015) : *Performance nette des acteurs français du capital investissement à fin 2014*. Le taux de rendement interne net moyen est remonté à 2,1 à la fin de 2014.

<sup>16</sup> EVCA-Thomson Reuters (2013) : *Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study*.

<sup>17</sup> Cour des Comptes (2015) : *La dépense fiscale ISF-PME*, référé n° S2015-1433, 26 novembre.

<sup>18</sup> L'activité de la Banque publique d'investissement (Bpifrance) est détaillée plus bas. Les fonds de capital-risque investissent en direct dans des *start-up*. Ils sont en général spécialisés. Les « fonds de fonds » investissent dans les fonds spécialisés de capital-risque en diversifiant les risques.

de faire émerger des investisseurs de long terme réfractaires français. Les programmes France-Investissement visent de leur côté à mobiliser les assureurs vers le capital-risque ;

- *création d'un écosystème.* Aux États-Unis, les entrepreneurs ayant réussi tendent à ré-investir leurs gains dans d'autres entreprises, créant un effet multiplicatif<sup>19</sup>. Ils apportent non seulement des financements d'amorçage, mais également une compétence entrepreneuriale. Ce canal est moins opérant en France, notamment à cause du départ d'entrepreneurs à succès vers l'étranger. Cette difficulté de la France à faire monter en puissance des investisseurs privés de ce type peut justifier une politique d'amorçage de la pompe (c'est la raison d'être du Fonds national d'amorçage), mais une telle politique par construction n'a pas vocation à perdurer. Une autre solution serait de créer les conditions (notamment fiscales) incitant les entrepreneurs à rester en France ;
- *politique contracyclique.* Le marché du capital-innovation est pro-cyclique : l'offre de financements augmente en phase haute du cycle économique et se rétracte en phase de ralentissement. Or, l'innovation a besoin d'un financement stable. L'intervention publique se justifie alors pour lisser les investissements dans le temps. Ainsi, l'investissement de Bpifrance dans les fonds de fonds pendant la crise financière de 2008 a permis à la scène du capital-risque français de résister malgré le départ des investisseurs internationaux. Cet argument fait sens : il n'est pas efficace que certaines générations d'entrepreneurs n'aient pas accès à des conditions de financement favorables. Cependant, il se heurte à la difficulté politique de baisser la voilure d'une institution comme Bpifrance en haut de cycle<sup>20</sup> ;
- *externalités et subventions à la R&D.* Certains investissements dégagent des bénéfices importants pour la collectivité, mais insuffisants pour les acteurs privés, ce qui peut induire un sous-investissement dans l'innovation. Toutefois, l'intervention publique dans ce cas peut passer par des dispositifs de subventions plus directs (et transversaux) plutôt que par le capital-risque.

En définitive, le débat économique ne porte pas tant sur l'utilité des interventions publiques que sur leurs modalités, leur calibrage et surtout leur capacité à stimuler l'initiative privée. Il n'est pas inutile de rappeler ici que le capital-risque américain, systématiquement cité en exemple, s'est en

partie construit grâce à des programmes d'investissements publics conséquents et continue de s'appuyer sur l'intervention publique. Ainsi, le programme *Small Business Investment Company* de 1958 (SBIC, partie intégrante du *Small Business Act*, SBA) de même que le *Small Business Innovation Research* (SBIR) de 1982 ont fortement soutenu le secteur du capital-risque américain<sup>21</sup>.

Toutefois, la France se distingue par l'importante participation publique à l'activité de capital-risque. Sur la période 2012-2015, la part des nouveaux fonds levés par le capital-risque provenant des institutions publiques<sup>22</sup> était bien plus élevée en France qu'au Royaume-Uni et dans les pays nordiques (tableau 2).

Bpifrance est très présente dans l'investissement direct dans les *start-up*. Elle apparaît même selon tech.eu comme l'investisseur européen le plus actif du 1<sup>er</sup> trimestre 2016, avec 15 opérations, devant Index Ventures (10 opérations), l'un des tout premiers fonds pan-européens<sup>23</sup>. Bpifrance se déclare également très active en investissement indirect puisqu'elle est présente, *via* 262 fonds partenaires en 2015, dans la moitié des acteurs français du capital-innovation<sup>24</sup>.

## 2. Répartition des fonds levés en *private equity* par type d'investisseurs, 2012-2015, en %

|                                                   | Allemagne <sup>a</sup> | Royaume-Uni <sup>b</sup> | Pays nordiques <sup>c</sup> | France <sup>d</sup> |
|---------------------------------------------------|------------------------|--------------------------|-----------------------------|---------------------|
| Institutions publiques                            | 22,3                   | 2,9                      | 13,4                        | 22,3                |
| Family offices et particuliers                    | 18,8                   | 6,5                      | 6,9                         | 19,1                |
| Compagnies d'assurances                           | 8,4                    | 9,6                      | 4,3                         | 16,6                |
| Fonds de fonds                                    | 15,5                   | 18,6                     | 22,1                        | 14,7                |
| Fonds de pensions                                 | 21,5                   | 36,3                     | 27,4                        | 11,0                |
| Banques                                           | 6,1                    | 2,2                      | 5,6                         | 7,2                 |
| Entreprises privées                               | 3,6                    | 1,8                      | 1,5                         | 5,0                 |
| Fonds souverains                                  | 0,7                    | 15,4                     | 10,5                        | 2,7                 |
| Marchés de capitaux                               | 0,2                    | 1,6                      | 1,5                         | 0,8                 |
| Institutions académiques, donations et fondations | 3,1                    | 5,1                      | 6,6                         | 0,8                 |
| Total                                             | 100                    | 100                      | 100                         | 100                 |

Notes : <sup>a</sup> Allemagne + Suisse et Autriche ; <sup>b</sup> Royaume-Uni + Irlande ; <sup>c</sup> Danemark, Finlande, Norvège et Suède ; <sup>d</sup> France + Belgique et Luxembourg.

Source : EVCA.

<sup>19</sup> Gompers P., J. Lerner, D. Scharfstein et A. Kovner (2010) : « Performance Persistence in Entrepreneurship and Venture Capital », *Journal of Financial Economics*, vol. 96, n° 1, pp. 731-764.

<sup>20</sup> Même si l'on peut s'attendre en haut de cycle à un exode d'une partie du personnel de Bpifrance vers le secteur privé, aux rémunérations plus attrayantes.

<sup>21</sup> Pour une description détaillée de ces dispositifs, voir Villemeur A. et A. Alexandre (2008) : « Le capital-investissement et ses leviers pour accélérer l'innovation » in *Private equity et capitalisme français*, Rapport du CAE, n° 75, La Documentation française.

<sup>22</sup> L'EVCA regroupe sous ce vocable les agences ou institutions locales, régionales, nationales ou européennes pour l'innovation et le développement (y compris, la Banque européenne pour la reconstruction et le développement, BERD, Fonds européen d'investissement, FEI).

<sup>23</sup> Tech.eu (2016) : *European Tech Funding Report*, Q1 2016.

<sup>24</sup> Source : Bpifrance. Notons toutefois qu'en dépit d'une forte croissance de l'activité fonds de fonds (+ 65 % sur 2012-2015), le ratio d'emprise de Bpifrance reste stable depuis l'origine (autour de 20 % sur les fonds innovation, 17 % si l'on ne tient pas compte du Fond national d'amorçage, FNA).

Une autre particularité française est la faible participation des universités au financement de l'innovation. Au-delà de la question du financement, les liens étroits entre les universités et les écosystèmes d'innovation sont aujourd'hui bien connus, notamment au travers des exemples de la Silicon Valley américaine et de la Wadi Valley israélienne. Historiquement, le *Bay Dohle Act* américain adopté en 1980 a joué un rôle fondateur. Ce mécanisme, qui donne aux universités et aux PME la propriété intellectuelle des inventions qui résultent de la recherche menée avec des fonds du gouvernement fédéral, facilite les transferts technologiques entre universités et entreprises. En outre, ce programme a permis de diffuser la culture entrepreneuriale, *via* des cours sur la création d'entreprises et/ou la participation d'étudiants à l'analyse de projets d'investissement dans le cadre du capital-investissement mené par l'université. Ainsi, de plus en plus d'universités américaines disposent de leurs propres incubateurs mais aussi de ressources importantes, à travers leurs fondations, qu'elles investissent en partie dans le capital-risque<sup>25</sup>. Les liens entre universités et entreprises sont plus compliqués en France, même si des efforts ont été faits. Un scientifique ayant obtenu des résultats pouvant être diffusés *via* des services, des produits, ou un logiciel, doit remettre une déclaration d'invention auprès des services de valorisation de son université ; puis être pris en charge par une filiale de transfert (par exemple, une Société d'accélération de transfert de technologie, SATT). Ensuite, si l'inventeur souhaite participer à la création de la *start-up*, il doit passer devant la commission nationale de déontologie.

**Constat 5.** L'intervention publique dans le financement du capital-risque est plus importante en France, mais les universités participent moins à l'écosystème de l'innovation que dans d'autres pays.

## L'argent public dans le capital-risque : quelle doctrine et quelle gouvernance ?

Les institutions publiques en matière de capital-risque ont joué un rôle structurant, en particulier dans le contexte de sortie de crise financière et, selon les acteurs du secteur, elles semblent avoir été dans l'ensemble conduites avec professionnalisme. Elles peuvent présenter cependant une certaine fragilité à terme et doivent être repensées régulièrement, en veillant à la cohérence globale des différentes formes d'intervention publique.

### Motifs et dangers de l'intervention publique

Les motifs de l'intervention publique en matière de financement des jeunes entreprises innovantes ont été énumérés plus haut. Ils visent à combler des « failles de marché »

que peuvent constituer l'existence d'externalités positives liées à l'innovation, le caractère pro-cyclique des financements privés, la difficulté pour le secteur privé de financer certains segments particulièrement risqués et/ou de long terme ou à amorcer une dynamique d'écosystème. À cela s'ajoute, en France, l'absence de fonds de pension et la pénurie de financements privés pour la phase d'amorçage. L'intervention publique, aussi bien intentionnée soit-elle, s'accompagne toutefois d'un certain nombre de dangers :

- l'État n'a, en général, pas de compétences particulières pour détecter les secteurs et les entreprises d'avenir ; il n'a pas de faculté le prédisposant à « choisir les gagnants » mieux que le secteur privé ;
- l'intervention publique peut évincer certains acteurs privés en concurrence *de facto* avec un acteur qui ne fait pas face aux mêmes objectifs de rentabilité ni de levée de capitaux auprès de tiers ;
- les groupes de pression peuvent, par l'intermédiaire du processus politique, obtenir des choix différents de ceux que des experts indépendants opéreraient<sup>26</sup> ;
- les personnalités politiques peuvent être tentées d'utiliser l'intervention publique à des fins électorales, soit afin de capter les votes de groupes ciblés, soit pour se positionner sur des symboles forts et porteurs auprès de l'électorat ;
- de façon reliée, il est très difficile de mettre un terme à des initiatives publiques. Cela est vrai que le projet initial s'avère justifié ou non. Ces facteurs font que les politiques industrielles ne sont pas toujours fructueuses sur le long terme et que les institutions s'empiètent les unes sur les autres au cours du temps ;
- le poids important du secteur public peut être perçu négativement par les investisseurs étrangers qui considéreraient Bpifrance comme le « bras armé » d'un État français à réputation « protectionniste » (notamment à la suite des conflits avec Uber et du blocage de la vente de Dailymotion), ou craindraient des quotas géographiques d'exposition française.

### Le cas de Bpifrance : un succès fragile

Créée en 2012 par fusion d'Oséo, CDC-Entreprises, le FSI et FSI-Régions, la Banque publique d'investissement (Bpifrance) est détenue à 50 % par l'État et 50 % par la Caisse des dépôts. Son directeur général (DG) est nommé par le ministre de l'Économie. Son Conseil d'administration est composé de 15 personnes : 8 représentants des actionnaires, 2 représentants des régions, 2 représentants des salariés et 3 personnalités qualifiées (dont le DG). L'objet de Bpifrance est de financer les entreprises de l'amorçage jusqu'à la cotation en Bourse, en passant par la transmission, en crédit, en garantie et en fonds propres. Elle les accompagne aussi à l'export, en partenariat avec Business France et Coface, et dans leurs projets d'innovation. Une part seulement de l'activité concerne le capital-risque. Celle-ci se répartit entre « fonds de fonds » et fonds directs (encadré 2).

<sup>25</sup> Voir Villemeur et Alexandre (2008), *op. cit.*

<sup>26</sup> Voir Lerner J. (2009) : *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed and What to Do About It*, Princeton University Press.

## 2. Activité de Bpifrance en 2015 (encours)

### Fonds directs

|                                                           |                                                          |                                                                      |                                                                                                   |                                                                  |                                                   |
|-----------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|
| Ville de demain<br>2015 : 50 M€<br><i>Clean Tech</i>      | Eco technologies<br>2012 : 150 M€<br><i>Clean Tech</i>   | Innobio <sup>a</sup><br>2009 : 173 M€<br><i>Sciences de la vie</i>   | Fonds biothérapies<br>et maladies rares <sup>b</sup><br>2013 : 50 M€<br><i>Sciences de la vie</i> | FABS<br>2016 : 340 M€<br><i>Valorisation<br/>de la recherche</i> | Ambition numérique<br>2011 : 300 M€<br><i>TIC</i> |
| Large Venture<br>2009 : 600 M€<br><i>Growth companies</i> | FTA<br>2015 : 200 M€<br><i>Accélérateurs French Tech</i> | PSIM<br>2016 : 150 M€<br><i>Concours mondial<br/>de l'innovation</i> | F3A<br>2015 : 50 M€<br><i>Co-investissement<br/>Business Angels</i>                               | SPI<br>2015 : 700 M€<br><i>Projets avec des industriels</i>      |                                                   |

### Fonds de fonds

|                                                                                 |                                                 |                                                                         |                                                               |                                                                |
|---------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|
| Fonds de fonds <sup>c</sup><br>467 M€ investis en 2014<br><i>Capital-risque</i> | FNA<br>2010 : 600 M€<br><i>Fonds d'amorçage</i> | Multicap croissance<br>2014 : 650 M€<br><i>Fonds de taille critique</i> | Retournement<br>2015 : 150 M€<br><i>Fonds de retournement</i> | Fonds issus des programmes<br>d'investissement d'avenir 1 et 2 |
|                                                                                 |                                                 |                                                                         |                                                               | Fonds propres Bpifrance                                        |

Notes : <sup>a</sup> Financement privé inclus ; <sup>b</sup> Financement Téléthon inclus ; <sup>c</sup> Flux 2014 et non encours.  
Sources : Bpifrance, CGI et DG Trésor.

D'après le rapport Grandguillaume, Bpifrance s'est fixé l'objectif d'un retour global positif, de l'ordre de 3 à 4 % par an sur fonds propres, pour l'ensemble de l'institution<sup>27</sup>. La performance doit s'apprécier dans la durée : la rationalité des décisions récentes ne se mesurera que dans plusieurs années. À la mi-2014, le résultat affiché par la branche capital-investissement, à dater de 1998, est un retour global sur investissement de 1,10 euro pour 1 euro investi (avec une part de 0,46 euro en plus-values latentes)<sup>28</sup>. Ce type de « retour » sur investissement ne tient pas compte de la durée de mobilisation du capital, ce qui rend son interprétation difficile ; il est nettement plus faible que 3 % annuels. De plus il s'agit d'un rendement financier, alors qu'idéalement, il faudrait mesurer la rentabilité sociale de l'investissement<sup>29</sup>.

De nombreux acteurs auditionnés par nos soins ont souligné la compétence et l'indépendance des équipes actuelles de Bpifrance, tout en s'interrogeant sur la pérennité d'un équilibre vertueux qui semble fortement reposer sur l'équipe dirigeante en place et non pas sur les institutions elles-mêmes. L'institution ne nous semble pas à l'abri de pressions politiques futures.

### Le besoin d'une doctrine globale claire pour favoriser la montée en puissance d'acteurs privés

Les dispositifs d'aide et de financement de l'innovation en France forment un mille-feuille dont la complexité et l'absence

de cohérence interne sont fréquemment dénoncées par les rapports publics<sup>30</sup>. Cette critique touche inévitablement Bpifrance ainsi que des autres bras d'investissement public tels les Programmes d'investissements d'avenir (PIA). De fait, la « fonction objectif » de Bpifrance est complexe car son activité touche plusieurs segments d'activité. En pratique, l'acteur public doit-il financer des projets à forte rentabilité sociale mais faible rentabilité financière qui n'intéressent pas les acteurs privés ou, au contraire, doit-il viser une performance financière élevée<sup>31</sup> ? Cette question est d'autant plus complexe que Bpifrance agit pour son compte mais est aussi souvent l'opérateur choisi par le Commissariat général à l'investissement (CGI) pour mettre en œuvre des PIA liés aux secteurs du capital-risque et des *start-up* (tableau 2). Sur ses fonds propres, Bpifrance est contrainte de se comporter comme un acteur bancaire (avec cependant un objectif de rentabilité globale moindre que les acteurs privés), en respectant les ratios prudentiels. Les investissements effectués dans le cadre des PIA peuvent en revanche accepter un niveau de risque supérieur, mais ils restent soumis à la règle de l'investisseur avisé<sup>32</sup>.

Si la politique industrielle peut être justifiée par des défaillances de marché, il est aussi bien connu que l'État n'a pas de compétences particulières pour sélectionner et accompagner les futures licornes. Nous nous contenterons ici d'énoncer une *checklist* générale pour la politique industrielle. Celle-ci

<sup>27</sup> Grandguillaume L. (2015) : « Banque publique d'investissement », *Rapport d'information de l'Assemblée nationale*, n° 3097, septembre.

<sup>28</sup> Bpifrance (2014) : *20 ans de capital investissement en France, 1994-2014*, Banque publique d'investissement.

<sup>29</sup> Une performance financière négative n'est pas forcément incompatible avec l'efficacité car le rôle de Bpifrance n'est pas de financer des projets que le secteur privé peut prendre en charge.

<sup>30</sup> Berger S. (2016) : *Rapport sur les dispositifs de soutien à l'innovation en France*, janvier et Cour des Comptes (2015), *op. cit.*

<sup>31</sup> Comme le constate le rapport Grandguillaume (2015) *op.cit.*, il existe une tension entre, d'une part, le principe de co-investissement *pari passu* avec les acteurs privés et, d'autre part, l'idée que Bpifrance se focalise sur des projets qui ne verraient pas le jour en son absence.

<sup>32</sup> Notons également que les PIA et Bpifrance sont tous deux soumis à la règle du co-investissement privé en doctrine fondamentale.

doit être appliquée à la partie de l'activité de Bpifrance qui relève de la politique industrielle, incluant les PIA :

- identifier la raison du « dysfonctionnement » du marché pour mieux y répondre ;
- utiliser une expertise indépendante et qualifiée pour choisir les projets et récipiendaires de fonds publics ;
- être attentif à l'offre et pas seulement à la demande sociétale ;
- adopter une politique industrielle qui ne fausse pas la concurrence entre entreprises ;
- évaluer *ex post* et diffuser les résultats de cette évaluation ; assortir le programme d'une « clause crépusculaire » prévoyant sa fermeture en cas d'évaluation négative ;
- associer fortement le secteur privé à la prise de risque.

**Recommandation 1.** Clarifier les doctrines de politique industrielle qui sous-tendent les interventions directes de Bpifrance et celles des PIA, les articuler et adopter les meilleures pratiques en la matière.

Un exemple permettra d'illustrer cette première recommandation. Dans son rapport « 20 ans de capital-investissement en France », Bpifrance se félicite que le taux de survie des entreprises financées par les fonds qu'elle soutient soit très élevé (91% à horizon de cinq ans). Un objectif de taux de survie si élevé est-il efficace pour un fonds d'innovation ? Dans le monde de l'entrepreneuriat américain, plus de 25 % des *start-up* finissent en liquidation et la proportion qui ne rembourse pas la mise totale est beaucoup plus élevée encore<sup>33</sup> ; en bref, quelques réussites brillantes compensent une grosse majorité d'échecs.

En l'absence de problèmes d'information, d'incitation et d'attractivité, on pourrait privilégier la règle suivante : financer non seulement les projets qui sont profitables, mais aussi ceux déficitaires dont le ratio entre effets induits espérés (actualisés) et investissement non recouvert excède un certain seuil. Plus les effets induits sont importants, plus les pertes sont admissibles. La règle de l'« investisseur avisé » n'est pas adaptée ici, pas plus que des pertes inconsidérées.

Cependant, dans sa mise en œuvre pratique, un tel critère semble bien fragile : les rendements ne sont connus que dans le long terme, et les effets induits sont notamment difficiles à mesurer. Il ne correspond pas non plus à la réalité institutionnelle : l'exigence de cofinancement est là précisément pour freiner les investissements peu rentables. À l'inverse, une interprétation stricte (*pari passu*) du cofinancement sur le cycle de vie de la *start-up* est discutable, car on se demande alors ce qu'apporte le financement public par rapport au financement privé.

Pour ce qui concerne l'activité de « fonds de fonds », l'objectif est la constitution d'un secteur solide et dynamique du capital-risque en France. Il s'agit de se substituer, si possible temporairement, aux investisseurs absents et de susciter l'émergence de fonds professionnels de grande taille propres à attirer les « gros tickets » des investisseurs internationaux. En pratique, cela signifie co-investir avec le secteur privé, ce que fait Bpifrance, mais aussi évoluer en fonction de la mutation observée de l'écosystème, en se retirant progressivement des fonds ayant atteint la taille critique et en accompagnant l'émergence de nouveaux fonds innovants, par exemple dans de nouveaux secteurs. Le volume d'activité actuel de Bpifrance peut en partie s'expliquer par le choc négatif qu'a constitué la crise financière sur les activités de financement des PME et *start-up*. Mais si la défaillance de marché est l'absence d'écosystème, il importe de s'engager à réduire la voilure à terme pour que les acteurs privés prennent le relais, le soutien public aux entreprises innovantes prenant une forme plus transverse. Paradoxalement, Bpifrance aura parfaitement réussi le jour où elle ne sera plus nécessaire que sur des segments bien spécifiques qui ne peuvent être financés par le seul secteur privé. Dans cet esprit, Bpifrance devrait accentuer sa politique de consolidation du secteur en soutenant progressivement moins de fonds, tout en veillant à alimenter l'écosystème avec de nouveaux fonds innovants. Ceci suppose qu'en parallèle la régulation financière évolue afin que les banques, assurances et autres intermédiaires financiers puissent prendre le relais, pour une petite proportion de leur bilan.

La difficulté est que du fait même de son existence, et parce qu'elle joue un rôle clé d'instruction des dossiers et de coordination des acteurs privés, Bpifrance porte en elle le risque, par effet d'éviction, d'entraver l'émergence d'un écosystème autonome. Sa taille, sa qualité de référent reconnue ainsi que le travail de vérification préalable (*due diligence*) poussée sur les fonds conduisent les investisseurs institutionnels privés à se reposer fortement sur ce filtrage et cette surveillance par Bpifrance, ce qui peut les empêcher de devenir des acteurs autonomes<sup>34</sup>. Les règles d'investissement imposées par le législateur peuvent, enfin, freiner l'internationalisation des fonds dans lesquels Bpifrance investit. Pour favoriser le développement du capital-risque privé, il est donc nécessaire de recentrer les objectifs de l'activité « fonds de fonds » sur l'émergence à moyen terme d'équipes d'envergure internationale en France et d'investisseurs institutionnels privés.

**Recommandation 2.** Concevoir l'action de Bpifrance comme une politique industrielle visant l'émergence d'une industrie du capital-risque autonome (et non comme un substitut permanent).

<sup>33</sup> Dans une étude conjointement menée par des universitaires de Berkeley et de Stanford sur des données provenant de dix accélérateurs de *start-up*, il est établi que sur 100 *start-up* « TIC », 92 échouent, cf. *Start-up Genome Report: Premature Scaling*, v 1.2, mars 2012.

<sup>34</sup> Lors de nombreuses auditions, le même problème a été mentionné concernant les prêts de Bpifrance qui sont souvent vus comme une condition préalable par les investisseurs qui attendent le verdict de Bpifrance comme une forme de certification.



## La question clé de la gouvernance

Une institution qui repose sur le talent et les pratiques vertueuses de ses parties prenantes est, par construction, fragile. Renforcer la gouvernance de Bpifrance pour la mettre à l'abri de la capture par le monde politique est donc crucial, d'autant que la performance de Bpifrance est intrinsèquement difficile à mesurer et que les coûts des politiques sont différés à un horizon long. Cette situation justifie une délégation à une agence indépendante<sup>35</sup>. Actuellement, Bpifrance a entre deux et trois administrateurs indépendants sur 15 selon les différents Conseils d'administration (CA) (BPI France, BPI Investissement, BPI Financement, etc.) ; ce nombre pourrait être augmenté substantiellement, pour limiter les éventuelles tentations d'instrumentalisation par le monde politique.

Les PIA, décidés par le CGI rattaché directement au Premier ministre, constituent une proportion importante des fonds gérés par Bpifrance depuis 2010. Ils nécessitent à ce titre une coordination forte au moment de la définition de leur stratégie globale et de celle de Bpifrance afin d'articuler au mieux les deux actions et d'optimiser l'efficacité de l'intervention publique sur le financement de l'innovation.

En prenant l'exemple de l'Agence France Trésor dont le comité stratégique est constitué en grande partie de référents étrangers, il serait intéressant d'alimenter ces différents organes de gouvernance ou de conseil de profils internationaux (acteurs du secteur, économistes), qui pourraient contribuer à revoir régulièrement la doctrine d'investissement à l'aune des meilleures pratiques internationales.

**Recommandation 3.** Doter Bpifrance d'une gouvernance lui assurant son indépendance et sa responsabilité dans la durée ainsi qu'une vision éclairée sur les meilleures pratiques internationales. Articuler les stratégies Bpifrance avec le Commissariat général à l'investissement pour optimiser l'intervention publique et son évaluation.

## Le passage de la recherche universitaire à l'innovation industrielle

Contrairement à ce que l'on observe aux États-Unis, le système universitaire joue en France un rôle secondaire dans l'émergence des *start-up*. Certes les *success stories* mondiales ne sont pas toutes fondées sur des innovations très pointues en informatique ou en biotechnologie (*cf.*, par exemple, Facebook,

Airbnb ou Uber). Mais la France, dont l'étranger pourtant vante la qualité des ingénieurs et les résultats scientifiques, a relativement peu de réussites internationales dans le domaine *high-tech* eu égard à ses prouesses scientifiques.

Les constats résultant de nos entretiens pointent certaines défaillances dans le processus (dont certaines sont déjà clairement identifiées dans le rapport Berger, 2016, *op. cit.*) :

- *manque de rationalisation du système.* L'empilement des dispositifs des universités et des établissements publics à caractère scientifique et technologie et autres organismes publics (qui pourtant sont souvent cotutelles des laboratoires) implique une perte de rendements d'échelle. De même il y a empilement des structures au sein des pôles universitaires : SATT, IRT, Carnot, pôles de compétitivité, etc.<sup>36</sup>. Une autre cause de perte de rendements d'échelle est la dispersion géographique. Pour ne citer qu'un cas, la valorisation, compétence des SATT, est un vrai métier, qui nécessite une expérience internationale pour savoir quels brevets sont valorisables et à quel prix, si l'on peut déroger à la règle d'exclusivité des licences, quels partenaires rechercher, etc. Il faut aussi être spécialisé ; un informaticien n'est sans doute pas bien placé pour négocier une licence d'un brevet pharmaceutique. Il vaudrait sans doute mieux disposer de ces compétences – nécessairement rares et coûteuses – au niveau national, quitte à maintenir des antennes au niveau local ;
- *sélection et incitations des personnels des dispositifs de valorisation.* En liaison avec le point précédent, nos interlocuteurs du monde de la recherche académique pointent la difficulté à trouver des compétences sur le volet de la valorisation en France. Ils mentionnent aussi des mesures de performance inappropriées, comme le nombre de dépôts de brevets, le nombre de brevets ou le nombre de *start-up* créés, données quantitatives peu pertinentes si la plupart de ces brevets et *start-up* sont sans valeur ;
- *valorisation commerciale.* Il y a trop d'attention portée à la vente de brevets. Les profits de la valorisation ne sont qu'une composante de l'équation, comme le montre l'exemple des universités américaines. Les retombées économiques en termes de *start-up* (en valeur commerciale, pas en nombre) et d'emploi sont importantes.

**Recommandation 4.** Favoriser l'implication de la communauté scientifique dans la dynamique entrepreneuriale en France.

Cet objectif pourrait être poursuivi en simplifiant les procédures permettant aux chercheurs d'exploiter commercia-

<sup>35</sup> Voir Maskin E. et J. Tirole (2004) : « The Politician and the Judge: Accountability in Government », *American Economic Review*, vol. 94, n° 4, pp. 1034-1054.

<sup>36</sup> Les sociétés d'accélération du transfert de technologie (SATT) visent à fédérer les équipes de valorisation des établissements d'enseignement et de recherche publique d'un territoire et ainsi à améliorer le transfert de technologies issues de laboratoires publics vers des applications industrielles ou sociales. Les instituts de recherche technologiques (IRT) associent des établissements d'enseignement supérieur et de recherche, des grands groupes et des PME autour d'un programme commun de recherche technologique. Le label instituts Carnot valorise des structures de recherche qui s'engagent dans la recherche partenariale. Enfin, les pôles de compétitivité rassemblent des entreprises de toutes tailles, des établissements de formation et des laboratoires de recherche sur un territoire et un domaine technologique ou sectoriel donnés, dans l'objectif de créer un environnement favorable à l'émergence de produits, procédés et services innovants.

lement leurs inventions/innovations, en mettant en place des dispositifs spécifiques d'échanges entre les *start-up* et les universités (stages en *start-up* des étudiants scientifiques intégrés au cursus, mise en place de thèses CIFRE-PME, etc.) et en encourageant la présence réciproque des scientifiques dans les instances dirigeantes (CA de Bpifrance, CGI...) et des entrepreneurs dans les instances dirigeantes universitaires (CA d'universités...)

## La fiscalité comme outil de politique industrielle

L'impact de la fiscalité sur la recherche et l'innovation est un fait bien établi<sup>37</sup>. Cette sensibilité n'est pas surprenante lorsqu'on connaît la très grande mobilité à la fois des inventeurs/entrepreneurs et des capitaux les finançant. La France est naturellement mal placée sur l'échelle fiscale, mais c'est surtout l'instabilité de la fiscalité qui pose problème, ainsi que son hétérogénéité, en distordant les choix d'investissement en faveur d'investissements peu productifs<sup>38</sup>. Cette section ne se prononce pas sur le niveau optimal de fiscalité des *business angels*, investisseurs de capital-risque ou entrepreneurs. Elle constate simplement que dans un écosystème extrêmement mobile, des différentiels de fiscalité importants se retournent contre le pays à forte fiscalité : une harmonisation des régimes fiscaux est souhaitable afin de ne pas distordre la localisation des activités. La place financière européenne du capital-risque étant aujourd'hui Londres, nous avons délibérément choisi de comparer les traitements fiscaux entre France et Royaume-Uni. La perspective de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne renforce l'intérêt de cette comparaison.

### Fiscalité des investisseurs institutionnels : le besoin de lisibilité internationale

Les fonds de capital-risque français à destination des investisseurs institutionnels (fonds professionnels de capital investissement, FPCI ; sociétés de libre partenariat, SLP) bénéficient d'une exonération des plus-values à la sortie. Les souscripteurs français ne sont donc redevables que du paiement de la CSG-CRDS (15,5 %) et éventuellement de la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus Fillon (3 puis 4 %). Ce dispositif place la fiscalité du schéma « exonéré » français quasiment au taux maximum des plus-values anglais (20 %).

Les fonds de placement français ne constituent pas une structure juridique usuelle en droit anglo-saxon. En effet, la fiscalité

de des FPCI, comme des SLP, est mal connue par les investisseurs étrangers, notamment anglo-saxons, qui sont habitués à des structures totalement transparentes. Les investisseurs étrangers sont donc sans repères face à ce type de structure qui diffère des *partnerships* auxquels ils sont habitués et s'interrogent, à juste titre, sur le traitement fiscal de leurs investissements. Afin de sécuriser le traitement fiscal des investisseurs internationaux, notamment anglo-saxons, et à défaut de créer un véhicule harmonisant la fiscalité au niveau européen ou international, il serait utile que l'administration fiscale française émette une instruction claire sur le régime d'imposition des résidents fiscaux étrangers investissant dans des fonds de type FPCI ou SLP. D'autre part, la commercialisation de ces fonds dans d'autres pays européens ou étrangers reste ardue et coûteuse. Il serait utile de faciliter les formalités d'obtention du passeport EuVECA par l'Autorité des marchés financiers et de simplifier les procédures de souscription dans ces fonds (signature électronique, dématérialisation des documents juridiques, etc.).

**Recommandation 5.** Clarifier la fiscalité relative aux investisseurs étrangers, particuliers ou institutionnels, qui souscrivent aux fonds de capital-risque français et leur simplifier l'accès à ces fonds.

### Revoir le régime fiscal des entrepreneurs pour créer un « recyclage » vertueux

Un point commun des écosystèmes entrepreneuriaux les plus réputés est que les entrepreneurs à succès ou leurs salariés contribuent à la fois financièrement et opérationnellement à la création ou l'accompagnement de la génération suivante d'entrepreneurs<sup>39</sup>. À ce titre, un sujet clef, du côté des projets comme de celui des financeurs, est la fiscalité.

Deux mécaniques fiscales vont affecter la capacité et la volonté d'un entrepreneur à succès de devenir *business angel* dans les *start-up* de la génération suivante : la fiscalité des plus-values et le réinvestissement dans des *start-up*.

### Les plus-values de cession de valeurs mobilières, principal vecteur de rémunération

La principale rémunération des fondateurs, des dirigeants et des salariés de *start-up* se fera par les plus-values qu'ils réaliseront au moment de la vente des parts qu'ils détiennent dans leur entreprise, le plus souvent lors d'une acquisition stratégique, ou d'une introduction en Bourse<sup>40</sup>.

<sup>37</sup> Voir, par exemple, Akcigit U. (2016) : « Taxation and the International Mobility of Inventors », *American Economic Review*, à paraître.

<sup>38</sup> Voir Artus P., A. Bozio et C. García-Peñalosa (2013) : « Fiscalité des revenus du capital », *Note du CAE*, n° 9, septembre.

<sup>39</sup> La Silicon Valley est l'illustration parfaite d'un tel mécanisme à travers le rôle clef joué par quelques grandes figures comme Reid Hoffman, Elon Musk ou Peter Thiel, voir [www.bloomberg.com/features/2015-markets-most-influential/#hoffman](http://www.bloomberg.com/features/2015-markets-most-influential/#hoffman)

<sup>40</sup> Le dirigeant d'une *start-up* se verse en moyenne un salaire égal à 2,3 fois le salaire moyen de son entreprise ; dans 98 % des cas, les actionnaires des *start-up* ne se versent jamais de dividendes mais dans 93 % des cas, les *start-up* donnent accès au capital à leurs salariés, cf. France digitale-EY (2015) : *La performance économique et sociale des start-up numériques en France*.

Or, malgré la réforme votée lors du PLF 2014 à la suite des Assises de l'entrepreneuriat<sup>41</sup>, le régime français des plus-values de cessions reste nettement moins favorable que le régime britannique. Ce dernier vient d'accentuer son avantage en appliquant depuis le 6 avril 2016, une baisse du taux d'imposition des plus-values mobilières, dont le taux effectif maximal est passé de 28 à 20 %<sup>42</sup> pour le régime général. Les entrepreneurs bénéficient, eux, d'un taux de 10 % sur les 10 premiers millions de livres de plus-values. La France affiche quant à elle, un taux dégressif commençant à 62 % la première année de détention du capital pour descendre jusqu'à 23,75 % pour les créateurs d'entreprise ayant détenu leurs actions pendant plus de 8 ans. Même au bout de 8 ans de détention, les entrepreneurs seront taxés à un niveau supérieur au régime général anglais.

Jusqu'à la vente ou l'introduction en Bourse de l'entreprise, l'impôt de solidarité sur la fortune (ISF) ne pose pas de problème particulier, les actions détenues par les fondateurs étant la plupart du temps considérées par l'administration fiscale comme des biens professionnels, et donc exonérées d'ISF. En revanche, une fois les titres cédés, ce qui est le cours normal du cycle d'innovation, le prix de cession constitue un actif imposable à l'ISF. Pour les plus-values importantes, le niveau de taxation peut atteindre 75 % des revenus imposables du foyer fiscal du fondateur. Nos interlocuteurs ont mentionné que cela créait une incitation forte pour les fondateurs à succès à quitter le pays, mais il n'existe aucune étude validant ou invalidant la réalité statistique de ce phénomène. Il faudrait donc mener une véritable investigation pour comprendre si cela engendre une fuite des entrepreneurs à succès hors de France, son ampleur et ses effets induits éventuels.

### Le emploi : moteur essentiel de réinvestissement dans l'écosystème

Faciliter le réinvestissement des entrepreneurs, salariés clés ou dirigeants de *start-up* est essentiel dans la constitution d'un tissu de *business angels* français puissant. Outre le Plan d'épargne en actions (PEA), le principal outil pour ce faire aujourd'hui est la *holding* mais il présente des défauts majeurs :

- véhicule coûteux et complexe à faire fonctionner (obligations comptables, fiscalité) ;
- absence de régime satisfaisant du point de vue de l'ISF<sup>43</sup> ;
- impossibilité de réinvestir les liquidités dans des fonds de capital-risque, même ceux investissant quasi exclusivement dans des *start-up*, au titre de l'obligation de emploi prévue en cas d'apport cession (art. 150-0 Bter du Code général des impôts).

Le compte entrepreneur-investisseur, envisagé par le gouvernement dans le cadre du Projet de Loi de Finance 2017, permettrait de résoudre ces problèmes car il ne nécessite aucune gestion administrative, est par essence transparent du point de vue de l'ISF, les détentions étant directes, et ouvre le emploi aux fonds de capital-risque dédiés aux *start-up*. L'objectif ne serait pas d'en faire un produit à fiscalité privilégiée mais bien un outil de traçabilité permettant d'assurer sur une très longue période :

- le emploi en report d'imposition ;
- la compensation des pertes et des profits ;
- l'appréciation de la durée d'investissement en fonction des apports et cessions successives.

L'intérêt serait donc de pouvoir en faire un compte déplafonné de réinvestissement dans les PME de moins de 10 ans ainsi que dans les fonds de capital-risque investissant majoritairement dans les PME de moins de 10 ans. Le délai de emploi devant évidemment être limité dans le temps.

**Recommandation 6.** Veiller à ce que le parcours fiscal entrepreneurial incite au réinvestissement des plus-values générées dans l'écosystème.

### Encourager l'investissement des épargnants français dans le capital-risque

#### Le *crowdfunding* : démocratisation de l'accès et éducation des épargnants

Le *crowdfunding* connaît un essor important, les montants levés sur les différentes plates-formes françaises représentant près de 300 millions d'euros entre prêts, dons et augmentations de capital (ces dernières représentant 50 millions), en croissance d'environ 100 % par rapport à 2014<sup>44</sup>. Le cadre réglementaire correspond globalement aux besoins actuels des différents acteurs pour cette phase d'émergence. Toutefois, l'évolution de ce secteur étant extrêmement rapide et la scène française étant en retard sur le Royaume-Uni, il conviendra d'être agile d'un point de vue réglementaire pour accompagner son développement tout en veillant à la protection des investisseurs individuels. En 2014, les plates-formes britanniques ont levé 2,3 milliards d'euros (soit 79 % des montants européens totaux) entre prêts, dons et augmentations de capital (ces dernières représentant 111 millions)<sup>45</sup>.

<sup>41</sup> France Digitale-EY (2014) : *Infographie du nouveau régime des plus-values*.

<sup>42</sup> UK Government (2015) : *Capital Gain Taxation & Entrepreneurs' Relief*.

<sup>43</sup> Si la *holding* est considérée comme « animatrice », elle est exonérée d'ISF en tant que bien professionnel. Cependant, les investissements de type *business angels* ne seront pas considérés comme des participations animées et ne pourront donc bénéficier de l'exonération. Si la *holding* est considérée comme « passive », elle bénéficie de l'exonération en faveur des PME, mais les liquidités en attente de réinvestissement ne sont pas exonérées.

<sup>44</sup> Financement Participatif France (2015) : *Baromètre du crowdfunding*.

<sup>45</sup> EY-University of Cambridge (2015) : *Moving Mainstream*.

## Les incitations fiscales : un manque d'efficacité

L'assurance-vie est le premier levier d'épargne des Français avec un encours de 1 600 milliards d'euros<sup>46</sup> en mai 2016. Les contrats EuroCroissance et Vie-Génération, issus des recommandations du rapport Berger-Lefebvre<sup>47</sup>, sont une tentative d'orientation partielle de cette épargne vers le capital-risque mais souffrent de la faiblesse actuelle des taux. Il pourrait être envisagé, dans la même dynamique, de rendre les fonds institutionnels de capital-risque (FPCI ou SLP) éligibles aux unités de compte. Il serait surtout nécessaire d'évaluer l'impact global de ces mesures afin de voir s'il convient d'aller plus loin dans l'évolution des produits d'épargne type assurance-vie pour favoriser l'émergence d'investisseurs institutionnels privés de référence dans le secteur du capital-risque.

Les fonds souscrits auprès de particuliers (FCPI et FIP) bénéficient non seulement d'une exonération des plus-values à la sortie, mais aussi d'une réduction d'impôt à l'entrée, portant soit sur l'impôt sur le revenu (IR) dans la limite de 12 000 euros<sup>48</sup> de souscription pour un célibataire et 24 000 euros pour un couple (18 % de réduction d'IR), soit sur l'ISF (réduction de 50 % du montant des sommes versées dans la limite de 45 000 euros, ou 18 000 en cas d'investissements *via* un fonds)<sup>49</sup>. Les réductions d'IR dans le cadre de l'*Enterprise Investment Scheme* anglais<sup>50</sup> sont de 30 % pour un montant d'un million de livres sterling, et de 50 % pour des investissements en amorçage, pour un montant maximum de 100 000 livres sterling.

Les FIP ont été historiquement créés dans une optique de dynamisation de l'entrepreneuriat régional, alors que les FCPI l'ont été pour soutenir le financement des jeunes PME européennes innovantes. Ces deux dispositifs ont été critiqués par la Cour des comptes (2015, *op. cit.*) concernant notamment « des niveaux de frais opaques et élevés, qui captent l'essentiel de l'avantage fiscal », « des performances faibles, le plus souvent négatives avant avantage fiscal » ou encore « une taille trop faible des fonds ».

L'utilité de cette dépense fiscale (de 946 millions d'euros en 2011 et estimée à 636 millions en 2012 selon la Cour des comptes) devrait être mesurée à l'aune des critiques formulées sur l'efficacité réelle de ces dispositifs et de l'efficacité relative des autres mécanismes de soutien au secteur du financement de l'innovation et des fonds régionaux (fonds directs Bpifrance, fonds FNA, programme de financement des accélérateurs French Tech...). À titre de comparaison, le coût du régime incitatif des plus-values de cession instauré en 2014 à la suite des Assises de l'entrepreneuriat et favorisant l'investissement dans les PME de moins de 10 ans est évalué entre 15 et 60 millions d'euros<sup>51</sup>.

Il conviendra donc d'intégrer ces dépenses dans le bilan global de l'intervention publique afin de décider si elles constituent une allocation optimale de l'effort public consenti et méritent d'être pérennisées, ou si l'amélioration d'autres mécanismes ne serait pas plus efficace.

**Recommandation 7.** Évaluer l'efficacité de l'ensemble des politiques publiques autour du capital-risque (à la fois fiscales et industrielles *via* l'action de Bpifrance et des PIA) pour allouer de manière optimale l'effort budgétaire consenti à la création d'un écosystème entrepreneurial autonome.

Le soutien public à la création de *start-up* se justifie par la volonté de faire émerger en France une masse critique de fonds d'investissement de niveau international et par des externalités induites par la création d'entreprise. Ce soutien, qui passe en grande partie par des incitations fiscales et par l'action de Bpifrance, doit être optimisé. L'enjeu est considérable : la France a la possibilité de construire un écosystème européen de référence pour le capital-risque à Paris, surtout dans une période d'instabilité pour la place de Londres. ●

<sup>46</sup> FFFSA (2016) : *Chiffres de la collecte en assurance-vie*, mai.

<sup>47</sup> Berger K. et D. Lefebvre (2013) : *Dynamiser l'épargne financière des ménages pour financer l'investissement et la compétitivité*, Rapport au Premier ministre.

<sup>48</sup> <http://bofip.impots.gouv.fr/bofip/4374-PGP>

<sup>49</sup> La fraction du versement effectué pour la souscription des parts de FCPI ou FIP ayant donné lieu à une réduction ISF ne peut bénéficier de la réduction IR.

<sup>50</sup> UK Government (2013) : *Enterprise Investment Scheme & Seed EIS*.

<sup>51</sup> *Évaluation des voies et moyens*, tome II 'Dépenses fiscales', Annexe au PLF pour 2015.



**conseil d'analyse  
économique**

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

**Présidente déléguée** Agnès Bénassy-Quéré

**Secrétaire générale** Hélène Paris

**Conseillers scientifiques**

Jean Beuve, Clément Carbonnier,  
Manon Domingues Dos Santos,  
Aurélien Eyquem

**Assistant de recherche**

Paul Berenberg-Gossler

**Membres** Agnès Bénassy-Quéré, Antoine Bozio,  
Pierre Cahuc, Lionel Fontagné,  
Cecilia García-Peñalosa, Augustin Landier,  
Corinne Prost, Xavier Ragot,  
Jean Tirole, Alain Trannoy, Natacha Valla,  
Étienne Wasmer, Guntram Wolff

**Correspondants**

Yann Alagan, Anne Perrot, Christian Thimann

**Les Notes du Conseil d'analyse économique**  
ISSN 2273-8525

**Directrice de la publication** Agnès Bénassy-Quéré  
**Rédactrice en chef** Hélène Paris  
**Réalisation** Christine Carl

**Contact Presse** Christine Carl

christine.carl@cae-eco.fr Tél. : 01 42 75 77 47