

Renforcer l'amorçage

Dans une récente note d'analyse⁽¹⁾, nous avons étudié les obstacles au financement de l'amorçage. De nombreux dispositifs publics visent à appuyer le financement des jeunes entreprises innovantes, et notamment à orienter l'épargne vers ce segment ; ils sont motivés par ailleurs par des objectifs explicites de politique d'innovation et de soutien au développement d'un tissu de PME. Parmi nos propositions concernant les dispositifs fiscaux, les plus urgentes sont de réorienter les aides fiscales en faveur des investissements les plus risqués et de mieux drainer l'épargne d'investisseurs éclairés vers ce segment. L'insuffisance des fonds privés s'investissant dans les phases réellement amont de l'amorçage demeure toutefois très difficile à combler. La crise économique et les réformes réglementaires devraient accélérer la transformation du paysage du

capital-risque. Afin de pallier le défaut de financement de l'amorçage et de répondre aux besoins plus qualitatifs d'accompagnement des jeunes pousses, il est important de bien comprendre quels sont les manques de ces dispositifs et d'indiquer les solutions envisageables. Les initiatives privées montrent la voie et doivent être encouragées, car elles permettent sans doute d'optimiser la dépense publique en matière d'amorçage. Il est également indispensable d'évaluer les soutiens publics aux jeunes entreprises afin de poursuivre la mise en cohérence des différents instruments publics en faveur du capital-risque. Cette stratégie serait à même de faciliter la recomposition en cours de l'écosystème du capital-risque et, *in fine*, d'établir les conditions idoines à l'accompagnement d'innovations de rupture. ■

► PROPOSITION

- Poursuivre et soutenir les expérimentations en faisant le lien avec le dispositif du Fonds national d'amorçage : réserver une part de ses investissements pour soutenir de nouvelles pratiques d'investissements à l'amorçage, tels les accélérateurs.

[1] Le Moign C. et Passet O. (2011), "Business angels et capital-risque en France : les enjeux fiscaux", *La note d'analyse* n° 237, Centre d'analyse stratégique, septembre.

LES ENJEUX

La phase d'amorçage, qui constitue les premières années de la vie de l'entreprise, est la phase la plus délicate en matière de financement. En France, la plupart des mesures publiques venant appuyer le financement des jeunes entreprises innovantes (fiscalité de l'épargne, co-investissements publics, offres d'assurances sur des engagements en prêts ou capital, labellisations) visent à mobiliser une épargne privée acceptant de financer ce type particulier de risque.

À cette fin, le fort engagement des pouvoirs publics s'est en partie appuyé sur le secteur du capital-risque, qui couvre en principe le financement de l'amorçage de ces entreprises et qui s'est d'ailleurs révélé très sensible aux incitations fiscales. Cependant, on constate que le capital-risque se place sur des segments de financement plus tardifs et moins risqués que l'amorçage, avec un accompagnement souvent insuffisant des entrepreneurs.

Il convient de saisir les raisons de ces défaillances, mais également d'identifier les tendances naturelles du marché qui transforment cet écosystème, et sur lesquelles les politiques publiques pourraient s'appuyer. L'émergence de nouveaux acteurs et de nouvelles pratiques, à même en particulier de réduire le risque et d'améliorer la performance des entreprises prometteuses, devrait aider à renouveler l'équilibre actuel jugé insatisfaisant.

➤ DÉFAILLANCE DE MARCHÉ ET POLITIQUE ACTIVE

Les contraintes financières des entreprises innovantes en phase d'amorçage résultent de l'asymétrie d'information entre investisseurs et entrepreneurs, issue de la meilleure vision prospective de l'innovation que possède le créateur. Le déficit de financement, ou *equity gap*, est la période où les besoins de financement de l'entreprise ne peuvent plus être comblés par le recours au financement informel (*business angels*), sans qu'elle soit assez développée pour attirer de nouveaux investisseurs (le capital-risque) ou bénéficier d'un financement bancaire. Il s'agit ici de comprendre les fondements de cette défaillance de marché et de savoir comment la compenser.

(Que dit la théorie ?

Pour corriger la défaillance de marché liée à l'asymétrie d'information, la théorie économique propose la mise en place d'une labellisation ou d'incitations⁽²⁾ visant à rendre plus attractif l'investissement en phase d'amorçage, afin de drainer davantage d'épargne sur ce segment. Cette mise en place de labels facilite la prise de décision des investisseurs, car elle réduit l'asymétrie d'information par un effet de signal. Toutefois, le risque intrinsèque que représente un investissement dans une jeune entreprise innovante reste entier.

Un investissement incertain et peu liquide doit laisser espérer une rentabilité élevée : pour simplifier, et selon la théorie financière, les investisseurs raisonnent et réalisent des arbitrages en fonction de leur aversion au risque, à partir du couple rendement/risque. Pour réduire le rationnement du financement des jeunes entreprises, on peut donc chercher à améliorer le couple rendement/risque suivant différents procédés :

- ▶ la diversification des risques, à travers le regroupement des projets au sein de fonds ou de portefeuilles privés ;
- ▶ leur gestion active, par le choix de participer ou non à différents "tours" successifs d'ouverture du capital ;
- ▶ un comportement interventionniste, par l'accompagnement des entreprises financées.

Cela explique le recours à la gestion collective pour compte de tiers – métier du capital-investissement et plus spécifiquement de sa part amont : le capital-risque⁽³⁾. L'amélioration du couple rendement/risque peut être également obtenue par une action publique, comme :



[2] Akerlof G. [1970], "The market for « lemons »", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, n° 3.

[3] Le capital-investissement rassemble les investisseurs dans des entreprises non cotées tout au long de la chaîne de financement (et englobe ainsi le capital-risque, qui lui-même englobe l'amorçage).

- ▶ une fiscalité incitative (par exemple, une moindre taxation des plus-values de cession) ;
- ▶ une assurance d'une partie des placements⁽⁴⁾ ;
- ▶ des facilités pour revendre ces placements non cotés par la mise en place de marchés dédiés (Alternext, par exemple) qui réduisent le risque de liquidité.

L'apport de fonds publics en co-investissement permet également d'amoindrir le risque grâce aux économies d'échelle, ne serait-ce qu'en accroissant la diversification par la taille. Il diminue également les coûts de gestion en baissant le poids des coûts fixes.

Plus fondamentalement, les politiques visant à réduire la vulnérabilité des jeunes entreprises ou à accroître leur performance économique rentrent également dans ce périmètre puisqu'elles améliorent le couple rendement/risque pour l'investisseur.

Elles rassemblent :

- ▶ les éléments de réduction des barrières administratives à la création d'entreprises, la réduction des coûts fixes⁽⁵⁾ ;
- ▶ la mobilisation d'autres sources de financement (crédits d'impôt, subventions, garanties de prêts bancaires, etc.) ;
- ▶ les pratiques d'accompagnement (aide au développement, au recrutement, à la gestion financière, etc.)⁽⁶⁾ ;
- ▶ la recherche d'externalités positives (*clusters*, réseaux, terreau, etc.) ;
- ▶ l'ouverture de marchés (*Small Business Act* aux États-Unis, assistance à l'exportation, etc.).

Si, de surcroît, l'État souhaite conduire une politique spécifique en faveur des jeunes entreprises en espérant, en retour, des innovations de rupture notamment⁽⁷⁾, il doit renforcer ces différents champs d'interventions au-delà de la simple compensation des externalités de la défaillance de marché⁽⁸⁾.

Les biais induits par la théorie dans la pratique

Afin de développer un marché actif du capital-risque, l'approche dominante des politiques publiques européennes vise à orienter l'épargne vers ce segment. Certains chercheurs signalent que ce choix n'est pas nécessairement optimal, davantage de moyens ne signifiant pas le développement d'un plus grand nombre d'entreprises innovantes⁽⁹⁾. Ce biais peut aller jusqu'à l'inversion de la causalité attendue : un excès d'afflux de financement se concentrera sur quelques entreprises considérées performantes pour l'unique raison d'avoir levé des fonds⁽¹⁰⁾. Pour le segment spécifique de l'amorçage cependant, ce risque est exagéré au vu du rationnement des jeunes entreprises françaises, sur le plan de leur financement⁽¹¹⁾.

L'organisation du marché de l'épargne *via* la gestion collective pour compte de tiers peut également avoir une contrepartie négative. Pour un fonds, plus son portefeuille de participations se positionne en amont, plus il est coûteux : par exemple, la compensation de la prise de risque par la diversification entraîne une augmentation des coûts fixes de recherche, d'analyse, puis de gestion d'un grand nombre de petites participations. Les sociétés de gestion vont donc préférer un modèle économique se positionnant sur des sociétés-cibles de plus grande maturité, à l'innovation déjà établie⁽¹²⁾.

Les pratiques de l'intermédiation biaisent donc l'allocation de l'épargne. La fiscalité peut réduire ce biais⁽¹³⁾ à travers la définition des entreprises éligibles aux produits offrant une défiscalisation, ou par l'allongement des durées de placement. Une solution alternative est d'accompagner l'émergence institutionnelle d'acteurs qui interviendraient en amont pour combler l'*equity gap*. Cet appui aurait en outre un effet bénéfique en enrichissant le *deal flow* (c'est-à-dire les participations potentielles identifiées) des fonds de capital-risque qui interviennent plus tardivement. En effet, disposer d'un large éventail de participations potentielles diversifiées et de qualité déjà identifiée diminue les coûts fixes liés à la sélection.

[4] Oséo propose aux investisseurs de couvrir une partie de leurs placements en capital en échange du paiement d'une prime d'assurance : le profil rendement/risque d'un portefeuille de placement assuré en partie est ainsi profondément modifié (moins de rendement en échange de moins de risque).

[5] La création d'entreprises liées à Internet (e-commerce, publicité, web grand public, jeux, applications mobiles, etc.) a été radicalement améliorée en temps et en coût par de nouveaux outils, mais les barrières à l'entrée demeurent un frein pour de nombreux autres secteurs.

[6] Fulghieri P. et Sevilir M. (2009), "Size and focus of a venture capitalist's portfolio", *Review of Financial Studies*, vol. 22, n° 11, p. 4643-4680.

[7] Partant de l'hypothèse que l'innovation, notamment radicale, se développe mieux au sein de petites entreprises. Voir notamment Villemeur A. et Alexandre A. (2008), "Le capital-investissement et ses leviers pour accélérer l'innovation", in Glachant J., Lorenzi J.-H. et Trainar P. (2008), *Private equity et capitalisme français*, rapport du Conseil d'analyse économique, n° 75, Paris, La Documentation française.

[8] Sous réserve de respect du droit communautaire, très compréhensif dans le cas du soutien aux jeunes pousses.

[9] Pour le cas européen, Da Rin M., Nicodano G. et Sembenelli A. (2005), "Public policy and the creation of active venture capital markets", *European Bank Working Paper Series*, n° 430, janvier.

[10] Voir Gompers P. et Lerner J. (2000), "Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuations", *Journal of Financial Economics*, 55 [1].

[11] C'est d'ailleurs le point de vue de la Commission européenne : voir "Lignes directrices concernant les aides d'État visant à promouvoir les investissements en capital-investissement dans les petites et moyennes entreprises", *Journal officiel de l'Union européenne*, 2009/C 194/02.

[12] De même, elles vont trouver plus rentable de ne participer qu'aux seconds tours d'entreprises aux performances initiales importantes, plutôt que de soutenir sur des horizons plus longs des entreprises dont le démarrage est plus lent. De tels "effets secondaires" sont structurants pour le tissu industriel qui en résulte.

[13] Nous avons souligné dans Le Moign C. et Passet O. (2011), *op. cit.*, l'importance de favoriser fiscalement les investissements "les plus risqués".

➤ CAPITAL-RISQUE ET POLITIQUES PUBLIQUES

Un fort engagement des pouvoirs publics...

Depuis les années 1980, la puissance publique a développé en France un nombre croissant d'interventions visant à favoriser le financement des entreprises innovantes : de façon indirecte, en privilégiant l'investissement des particuliers dans des véhicules collectifs dédiés au financement d'entreprises à fort potentiel de croissance ; et de façon directe, à travers les investissements et garanties effectués par le truchement respectif de la Caisse des dépôts et consignations (CDC) et d'Oséo, ainsi que par les nombreuses aides spécifiques envers les PME⁽¹⁴⁾.

Plusieurs incitations fiscales encouragent les particuliers, par une réduction d'impôt sur le revenu ou sur la fortune, à un investissement direct ou indirect à travers la souscription à des fonds de capital-risque et développement⁽¹⁵⁾. La dépense fiscale au titre de ces avantages (impôt sur le revenu, puis impôt sur la fortune) n'a cessé de croître, atteignant 1 milliard d'euros en 2008 après l'adoption de la loi TEPA, puis 1,2 milliard d'euros en 2011⁽¹⁶⁾. L'effort public, *via* des dispositifs d'aides fiscales à l'investissement indirect, se révèle donc très important et marque une réelle exposition des particuliers sur les segments amont du capital-investissement⁽¹⁷⁾.

Au-delà des dispositifs fiscaux, les pouvoirs publics agissent également en faveur de la levée de fonds par des investissements à travers la CDC, et plus particulièrement les PME avec sa filiale CDC Entreprises. Celle-ci met en œuvre l'action de la CDC en faveur des PME grâce à des investissements directs et indirects⁽¹⁸⁾. Depuis novembre 2008 s'ajoute un nouveau mode d'appui pour l'intervention en fonds propres dans des entreprises en développement de toutes tailles, avec la création du Fonds stratégique d'investissement (FSI) détenu par l'État et la CDC. Concernant plus particulièrement les PME, CDC Entreprises gère notamment le dispositif FSI France Investissement (3 milliards d'euros pour la période 2006-2012) : le programme vise à co-investir dans des fonds de capital-risque avec des partenaires privés. Actuellement, il finance 190 fonds d'investissement dont 70 fonds régionaux (participation totale d'1 milliard d'euros), ainsi que d'autres programmes de financement sectoriels

(Fonds Innobio pour les biotechnologies, Fonds bois, etc.). Enfin, le Fonds national d'amorçage (FNA), créé en 2010 dans le cadre du Programme d'investissements d'avenir et géré par CDC Entreprises, est doté d'un budget de 400 millions d'euros. Visant à agir en "fonds de fonds" spécifiquement sur le segment de l'amorçage, il est actuellement en phase de déploiement.

Toutes ces activités de "levier" sont complétées par des dispositifs de garantie fournis par Oséo, qui assure environ 300 millions d'euros d'opérations de fonds propres pour les TPE/PME (et plus de 10 milliards de montants de concours garantis si l'on y ajoute les garanties aux crédits bancaires). Il attribue également la qualification d'"entreprise innovante", indispensable aux entreprises pour être financées par des fonds réglementés.

Enfin, l'action publique intervient directement au niveau des jeunes entreprises et œuvre à améliorer leur profil rendement/risque, *via* la réduction des barrières administratives au démarrage, des crédits d'impôt, la recherche d'externalités positives par la mise en réseau, etc. Nous y reviendrons ci-dessous.

Au final, on constate un très fort engagement de l'État pour corriger l'*equity gap* et, plus généralement, pour aider au développement des entreprises innovantes.

... qui sculpte le paysage du capital-risque français

Pour assurer professionnalisme et diversification du risque, l'engagement public s'est largement appuyé sur le secteur du capital-investissement, intermédiaire entre les investisseurs – épargnants, investisseurs institutionnels ou État en tant qu'investisseur – et les jeunes entreprises. Le capital-risque s'est dès lors développé en partie grâce au régime fiscal accommodant, dont la forte conditionnalité a façonné le paysage des acteurs. On observe une croissance régulière des fonds créés et des montants collectés, qui suit les dispositions fiscales (graphique 1). Une première vague d'investisseurs est ainsi apparue à partir de la création des Sociétés de capital-risque (SCR) et des Fonds communs de placement à risque (FCPR), qui lèvent des fonds auprès d'acteurs institutionnels, puis des Fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) et des Fonds d'investissement de proximité (FIP), qui lèvent des fonds auprès de particuliers,

[14] Pour une étude exhaustive des aides envers les PME, voir *Effort financier de l'État en faveur des petites et moyennes entreprises* [2011], annexe au projet de loi de finances pour 2011.

[15] Pour plus de précisions, se reporter au tableau récapitulatif dans Le Moign C. et Passet O. [2011], *op. cit.*

[16] Le chiffre cumule les dépenses fiscales au titre de différents véhicules (FCPI, FIP, holdings) concernant l'impôt sur le revenu et l'impôt sur la fortune. Source : Projet de loi de finances 2011, *Évaluation des voies et moyens*, tome II.

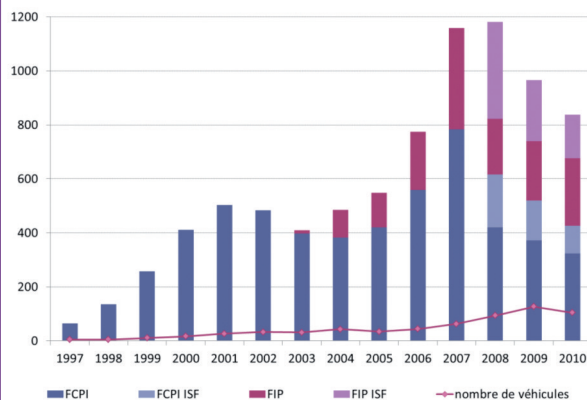
[17] Les particuliers, y compris les *family offices*, représentaient 27 % des levées de fonds totales du capital-risque en 2010, et 42 % en 2009 (données AFIC).

[18] CDC Entreprises a actuellement 2 500 PME en portefeuille (3,5 milliards d'euros), pour un engagement annuel moyen de 400 millions d'euros.

en leur permettant de bénéficier d'incitations fiscales. Parallèlement, la réduction de l'impôt sur le revenu au titre de la souscription directe au capital de PME, fortement renforcée en 2007 avec son équivalent pour l'impôt sur la fortune, a encouragé l'investissement lors des premières phases de développement de l'entreprise (*business angels*). Les personnes physiques constituent ainsi, de plus en plus, des sources importantes de financement sur le segment du capital-risque et développement⁽¹⁹⁾.

Graphique 1

Les levées de fonds du capital-investissement et la création de nouveaux véhicules



Source : Association française des investisseurs en capital (AFIC).

Les biais constatés

Cependant, les différentes mesures se sont ajoutées au fil du temps, sans faire l'objet d'un plan d'action global ou, pour la plupart d'entre elles, d'une évaluation. On observe en particulier l'absence d'une différenciation précise dans les stades où se situe le besoin de financement des entreprises, et plus spécifiquement celui de l'amorçage (en dehors de la création récente du FNA).

Deux rapports de l'Inspection générale des finances (2009)⁽²⁰⁾ puis de la Cour des comptes (2011)⁽²¹⁾ ont émis des critiques concernant le dispositif fiscal envers les particuliers, en soulignant l'effet de rente dont ont bénéficié certains fonds, ainsi que l'absence de suivi et d'évaluation.

En outre, le second rapport, dans son analyse approfondie des entreprises financées par les FCPI, souligne la conception large des entreprises qualifiées d'innovantes par Oséo, ainsi qu'un accroissement régulier de l'âge moyen des entreprises investies, ce qui ne correspond pas à la finalité initiale du dispositif. Afin de contrer certains effets d'aubaine – mais sans redéfinition des objectifs stratégiques –, la loi de finances de 2011 a diminué les réductions d'impôt pour tous les types d'investissement⁽²²⁾, et évincé les sociétés qui ne relevaient pas clairement du capital-risque⁽²³⁾.

Ainsi, l'organisation actuelle pourrait être améliorée. Les incitations publiques ont paradoxalement placé les épargnants sur les investissements les plus risqués, car les plus en amont, tandis que l'épargne intermédiée par les fonds de capital-risque se voit orientée vers les placements les moins risqués car les plus tardifs. En effet, afin d'assurer leur rentabilité et de garantir un retour sur investissement aux épargnants, les fonds intermédiés ne se placent pas sur les phases amont du financement des entreprises, et n'apportent pas l'accompagnement déterminant au développement des jeunes pousses⁽²⁴⁾.

Une conjoncture peu propice accélère la transformation du paysage du capital-risque

La réaction des pouvoirs publics à la crise économique de 2008, principalement à travers la mobilisation de dispositifs visant à assurer la continuité d'offre de financement, a permis de soutenir les TPE et PME à un moment décisif⁽²⁵⁾. Le maintien d'un bon niveau d'investissement sur le capital-risque, avec un retour en 2010 aux niveaux antérieurs à la crise⁽²⁶⁾, est la conséquence des décaissements de fonds créés avant la crise. Ce niveau d'investissement n'apparaît cependant pas durable.

En effet, le renforcement de l'incertitude pour les agents financiers dans le contexte actuel, assorti du durcissement à venir du cadre prudentiel, a largement entravé les levées de fonds du capital-risque depuis 2008, et donc



[19] Si l'on observe les investissements indirects (pour lesquels on dispose de données), les levées de fonds fiscaux souscrits par des personnes physiques (FCPI et FIP), qui occupaient 7 % des volumes en 2006, en représentent presque 20 % en 2010 (données AFIC).

[20] Durieux B. et al. (2009), *Les frais prélevés sur les produits financiers bénéficiant d'un avantage fiscal pour favoriser l'investissement dans les PME*, rapport IGF n° 2009-M-066-03, octobre.

[21] Comité d'évaluation des dépenses fiscales et des niches sociales, sous la supervision de Guillaume H. (2011), *Évaluation des dispositifs fiscaux en faveur du capital-investissement dans les PME*, rapport n° 2010-M-042-03.

[22] Le "rabot" de la loi de finances 2011 diminue les réductions d'impôt sur le revenu de 25 % à 22 % et d'impôt sur la fortune de 75 % à 50 % pour les investissements directs ou indirects.

[23] Loi n° 2010-1657 du 29 décembre 2010 - art. 38 [V]. Ont ainsi été évincées les activités dont le tarif est réglementé, les activités financières, de gestion mobilière ou immobilière (sauf entreprises solidaires), ainsi que celles dont les actifs sont constitués de façon prépondérante de métaux précieux, d'œuvres d'art, d'antiquités, de chevaux de course, ou d'alcools.

[24] Malgré la forte hétérogénéité des pratiques des différents véhicules, l'analyse du Comité d'évaluation des dépenses fiscales et des niches sociales souligne le manque de suivi, voire le suivi contreproductif de leur part, in Guillaume H. (2011), *op. cit.*

[25] On peut citer l'action de la médiation du crédit et d'Oséo, la décentralisation de ressources Livret d'épargne populaire/Livret de développement durable, les garanties publiques CAP/CAP+ en complément de l'assurance-crédit. Enfin, les cinq principaux réseaux bancaires se sont fixé une enveloppe de crédit de 96 milliards d'euros en faveur des TPE et PME en 2010 et une réduction des délais de décision pour l'octroi de crédits.

[26] Les investissements en capital-risque ont représenté 605 millions d'euros en 2010, à comparer aux 677 millions d'euros investis en 2007 (données AFIC).

les prises de participations à venir (graphique 1). La mise en place de règles prudentielles plus contraignantes pour les banques (Bâle III) et les assurances (Solvabilité II), ainsi que les effets de la directive européenne AIFM font craindre un repli important des engagements des grands acteurs du capital-risque français⁽²⁷⁾. Ce désengagement est d'ores et déjà entamé : en 2010, ils n'ont représenté que 18 % des levées de fonds du capital-investissement, contre 30 % et 41 % respectivement en 2009 et 2008. Parallèlement, à la suite des mesures extrabudgétaires de soutien de l'économie en temps de crise, la levée de fonds auprès d'institutionnels publics a largement crû, passant de 6 % en 2008 à 19 % des levées totales en 2010. Cet appui conjoncturel n'est cependant pas pérenne. La réglementation européenne limite en effet à 50 % la part des capitaux publics dans les fonds d'investissement, sauf régime notifié établissant la preuve de défaillance de marché⁽²⁸⁾.

De plus, les fonds de capital-risque créés avant la crise économique sont actuellement en fin d'investissement, alors même que les levées de fonds postérieures ont été difficiles, ce qui participe aux anticipations de pénurie d'investissements à venir. Enfin, la diminution des réductions fiscales en faveur des particuliers, en 2011, a entraîné une baisse déjà visible de la collecte auprès d'eux, qui pourrait se poursuivre⁽²⁹⁾.

Au total, le secteur du capital-risque vit une période délicate. L'amorçage, déjà rationné au sein de ce secteur, risque de souffrir plus encore.

AMÉLIORER LE COUPLE RENDEMENT/RISQUE DU CAPITAL-RISQUE POUR RENFORCER L'AMORÇAGE

On constate que l'action publique se déploie conformément aux besoins relevés par la théorie (labellisation, gestion collective, co-investissement, fiscalité, garanties, etc.).

La question de l'établissement d'une doctrine se pose toutefois de façon prégnante pour la puissance publique. En effet, il est en l'état difficile de connaître la meilleure allocation budgétaire entre des aides aux épargnants (fiscalité), du soutien en co-investissement au capital-risque ou des aides aux entreprises⁽³⁰⁾.

L'arrivée de nouveaux acteurs et de nouvelles pratiques, à tous les stades du financement, est une opportunité pour renouveler ou renforcer l'action publique en faveur de l'amorçage et répondre à plusieurs défaillances de marché, ou pour améliorer les dispositifs actuels.

Développer de nouvelles synergies entre acteurs

Il ne s'agit plus seulement de favoriser le financement en fonds propres des jeunes pousses, mais aussi d'améliorer leur interaction avec un écosystème apportant expertise et transfert de compétences, soit *in fine* une amélioration de leur couple rendement/risque. Les retombées obtenues par les possibilités d'interactions décrites ici sont également à même de renforcer la "culture entrepreneuriale"⁽³¹⁾ pour de nombreux acteurs.

Le capital-risque d'entreprise

Le capital-risque d'entreprise est défini comme une prise de participation par une société non financière – généralement par l'intermédiaire d'un fonds propriétaire dédié à l'innovation – dans de jeunes pousses innovantes. Encourager sa pratique permet à la fois de fournir une source de financement et d'expertise nouvelle à valeur de signal et de créer un écosystème d'affaires pour les grands groupes⁽³²⁾.

Encadré 1

Le capital-risque d'entreprise, un système d'"innovation ouverte"⁽³³⁾

Auparavant concentré dans des laboratoires internes, le système américain de recherche et développement des entreprises s'est ouvert à la fin des années 1990 au capital-risque. À l'objectif habituel de retour sur



[27] La directive européenne Solvabilité II entrera en vigueur début 2013 : elle impose aux assureurs de prendre en compte le risque de marché, associé à leurs investissements, en mobilisant les fonds propres requis en regard. Le capital réglementaire pour le risque "actions non cotées" sera désormais de 40 % (le plus élevé), alors qu'il sera de 5 % à 10 % pour les obligations.

[28] Le FNA entre dans un tel cadre et peut prendre des participations à hauteur de 60 % dans des fonds dont la part publique peut s'élever jusqu'à 90 %. Voir les lignes directrices de la Commission européenne, *op. cit.*

[29] En valeur, la collecte auprès des particuliers a diminué de 53 % entre le premier semestre 2010 et 2011 (données AFIC).

[30] De nombreuses questions se posent : quel montant allouer à la diminution du risque par de plus nombreuses garanties en capital offertes par Oséo pour les jeunes pousses ? Quelle part de critères non financiers retenir, comme le maillage territorial par le renforcement des dispositifs régionaux ? Quelle définition de "l'innovation" retenir dans les critères d'éligibilité ?

[31] Souvent évoquée comme frein au déploiement d'entrepreneurs et d'investisseurs en France, la "culture entrepreneuriale" s'insère désormais au sein des cursus universitaires et des grandes écoles, qui ont souvent leurs incubateurs, voire leur propre réseau de *business angels*, comme l'Edhec ou l'Essec. On notera également l'initiative récente du Pôle entrepreneuriat étudiant Paris Saclay.

[32] Par exemple, Innovacom (société de capital-risque initiée par France Télécom-Orange) vise à ce que les entreprises financées signent un contrat commercial ou une expérimentation technique avec le groupe (environ les deux tiers signent un contrat de fournisseur).

[33] Chesbrough H. [2003], *Open Innovation: the New Imperative for Creating and Profiting from Technology*, Boston Harvard Business School Press.

investissement s'ajoute celui de recherche de bénéfices stratégiques issus des nouvelles synergies qui émergeront avec l'entreprise investie. Afin de permettre le développement d'innovations radicales et de les intégrer^[34], l'entreprise opère diverses stratégies d'investissements – selon le niveau d'implication de l'entreprise dans le projet investi –, qui dépendent du degré de préemption de l'entreprise visée^[35]. L'entreprise qui investit peut chercher à se protéger face à une technologie, à un standard concurrent ou dont elle a du mal à évaluer le marché ; à étendre sa spécialité, en intégrant un nouveau segment de marché, de distribution ou une nouvelle niche technologique ; ou encore à intensifier un segment existant mais qu'elle cherche à développer^[36]. Ce type de capital-risque est beaucoup plus enclin à investir dans l'amorçage de start-up, afin d'opérer une veille technologique à bas coût : en effet, à travers l'appel à des capitaux extérieurs, les grands groupes parviennent à diminuer le coût de l'innovation en mutualisant le risque financier.

La pratique est très développée aux États-Unis où le capital-risque d'entreprise représente en 2010 presque 8,4 % des montants investis dans le capital-risque et développement^[37]. À l'image de certains fonds américains^[38], de grands groupes français industriels ont créé leur propre fonds d'investissement pour favoriser l'innovation proche de leur cœur de métier et la veille : la SNCF (Écomobilité partenaires), Suez Environnement (Blue Orange), Veolia Environnement (Veolia innovation accelerator), Saint-Gobain (fonds NOVA External venturing), voire des regroupements d'entreprises pour une meilleure levée de fonds (Aster Capital, co-sponsorisé par Schneider Electric, Alstom, Rhodia). Ce type de fonds se développe activement, comme le montrent les deux créations de 2011 : le fonds Gazelle, spécialisé en services et contenus numériques d'Orange et Publicis ; et Ecomobilité Ventures, le fonds d'investissement dans la mobilité durable, rassemblant la SNCF, Orange, PSA Peugeot-Citroën et Total.

Dans le contexte de restriction à venir du financement des acteurs habituels du capital-risque, l'évaluation des possibilités de soutien aux entreprises pour ce type d'investissements, par exemple sous forme d'incitations fiscales, peut être envisagée. Le Conseil d'analyse économique s'interrogeait déjà en 2008^[39] sur la question de savoir si les entreprises ne devraient pas bénéficier, dans les mêmes conditions que les particuliers, de mesures de défiscalisation de leurs investissements directs et indirects dans le capital-risque. Il convient toutefois d'être prudent. Les stratégies des grandes entreprises peuvent être ambivalentes, leurs rachats de jeunes entreprises innovantes pouvant viser la neutralisation de l'innovation plus que sa valorisation. Les moyens d'éviter de possibles stratégies de prédation ou les effets d'aubaine doivent donc être envisagés. *A minima*, un standard garantissant l'indépendance des jeunes pousses – notamment en ce qui concerne la propriété intellectuelle – doit être instauré.

(Les fondations universitaires

Un autre exemple d'interactions avisées entre le monde de la recherche et les entreprises innovantes est celui du rôle joué par les fondations universitaires aux États-Unis. Issue du rôle particulier des universités dans la valorisation de la recherche, la création de fonds investissant en partie dans le capital-risque permet de développer l'innovation et la culture entrepreneuriale des étudiants. L'analyse de leur sur-performance vis-à-vis des autres investisseurs institutionnels^[40] s'explique en partie par l'utilisation à bon escient de leur qualité d'investisseur "initié"^[41] : la connaissance des futurs entrepreneurs et leur plus faible inclination à réinvestir dans un partenariat donné (double sélection) réduit fortement les asymétries d'information subsistantes. Le développement des fondations universitaires américaines a été un processus long et évolutif^[42], qui n'est probablement pas transposable en France. De plus, la légitimité de l'appui gouvernemental à ce type d'investissement demeure contestable, en raison de la possibilité de conflits d'intérêts ou de biais dans les choix d'investissement^[43]. Le monde des universités et de



[34] Lerner J. (2010), "Innovation, Entrepreneurship and Financial Market Cycles", *OECD Science, Technology and Industry Working Papers*, 2010/03, OECD Publishing.

[35] Hellman T. (2002), "A theory of strategic venture investing", *Journal of Financial Economics*, n° 64, p. 285-314.

[36] Henderson J. et Leleux B. (2005), *Corporate Venture Capital: Leveraging Competences, Hedging Uncertainty, or Creating an Ecosystem?*, Amsterdam, Elsevier Publishing, p. 43-68.

[37] Le capital-risque d'entreprise a représenté 7,6 % des montants investis dans le capital-risque et développement américain de 2005 à 2010 (Source : NVCA).

[38] Pour citer les plus reconnus : Google Ventures (100 millions de dollars d'investissement par an dans les technologies mobiles, internet ou logicielles), Lilly Ventures (200 millions de dollars d'investissement dans les technologies de la santé ou les biotechnologies) ou encore BMW i Ventures (100 millions de dollars dans les technologies soutenables et/de mobilité).

[39] Glachant J., Lorenzi J. H. et Trainar P. (2008), *op. cit.*

[40] Lerner J., Schoar A. et Wong W. (2007), "Smart institutions, foolish choices?: The limited partner performance puzzle", *Working Paper*, n° 4523-05, MIT Sloan School of Management, janvier.

[41] Lerner J., Schoar A. et Wong W. (2008), "Secrets of the academy: the drivers of university endowment success", *NBER Working Paper*, n° 4341, septembre.

[42] Voir notamment Lerner J. (2005), "The university and the start-up: lessons from the past two decades", *Journal of Technology Transfer*, p. 49-56.

[43] *Ibid.*

la recherche française a certes évolué en ouvrant la voie en matière de levée de fonds pour les établissements publics à caractère scientifique, culturel et professionnel⁽⁴⁴⁾, mais il n'est pour l'instant pas question d'investissement dans le capital-risque. Cependant, des initiatives allant dans ce sens émergent, comme la création en 2011 du fonds d'investissement Telecom Technologies Transfert (3T) doté de 20 millions d'euros, rassemblant CDC Entreprises, le Fonds européen d'investissement et l'Institut Télécom, qui soutiendra les jeunes pousses issues des incubateurs et laboratoires de recherche de cet institut.

Les vertus de "l'agglomération"

La géographie de l'innovation, discipline en plein essor, a souligné le rôle fondamental des interactions personnelles que les agents peuvent avoir localement⁽⁴⁵⁾, théorie qui avait poussé au développement des politiques de *clusters* dans de nombreux pays. En France, les 71 pôles de compétitivité labellisés depuis 2005 visent justement à permettre l'association, autour de projets, sur un territoire donné, d'entreprises, de centres de recherche et de pôles de formation, afin de permettre l'innovation. Ils contribuent à réduire l'*equity gap*, en offrant la labellisation "Entreprise innovante des pôles" et en orientant ainsi les investisseurs vers ces entreprises. Cependant, la dimension financière demeure souvent absente des politiques de développement de l'innovation à travers ces interactions : en effet, les partenariats public/privé, bien qu'au cœur de la stratégie des pôles, n'ont que rarement associé les acteurs du capital-risque. Une première étape en ce sens a été mise en place dans le cadre du Commissariat général à l'investissement, avec la création, début 2011, d'une dizaine de "sociétés d'accélération du transfert de technologies", qui auront pour objectif la professionnalisation de la valorisation des projets de recherche les plus prometteurs⁽⁴⁶⁾. Mais il est impératif de renforcer cet écosystème par l'introduction d'acteurs de l'ingénierie financière en amont des projets, tels les investisseurs locaux et les réseaux de *business angels* : à l'image du pôle de compétitivité de la filière numérique d'Ile-de-

France, Cap Digital, qui a transformé ses statuts afin d'accueillir un collège d'investisseurs en capital au sein de son établissement et de son conseil d'administration. L'instauration de relations avec les Fonds régionaux, voire la création de fonds de co-investissement dédiés, peuvent également être envisagées, à l'image des deux fonds d'investissement créés avec l'appui du pôle haut-savoyard Arve-Industrie en 2011⁽⁴⁷⁾.

La création de synergies se fonde sur la proximité, non seulement spatiale mais également dans les rapports inter-organisationnels, à travers de nouveaux réseaux sociaux ou de nouvelles institutions transverses. Ainsi, la disponibilité d'espaces de travail en commun (*coworking*) peut favoriser la socialisation, l'émulation et le partage d'idées entre entrepreneurs, investisseurs, chercheurs, etc.⁽⁴⁸⁾. À l'image du Cambridge Innovation Center et suivant les pionniers de la Cantine parisienne, de nombreux lieux apparaissent dans la plupart des grandes villes françaises⁽⁴⁹⁾. Cependant, la plupart de ces espaces sont orientés vers la technologie et le numérique, alors que l'on peut imaginer de tels besoins dans les autres secteurs. Cela permet également d'optimiser la réponse à la demande d'hébergement – critique dans certaines grandes villes – de jeunes entreprises⁽⁵⁰⁾. De plus, la mise en place de réseaux numériques pour faire se rencontrer start-up et investisseurs, à l'image des plateformes américaine AngelList ou européenne ClosingCircle, accélère et amplifie le processus de levée de fonds. Pour l'entrepreneur, ces réseaux permettent la qualification des investisseurs en matière d'amorçage, en rendant publique une information cruciale pour leur développement⁽⁵¹⁾. Pour les investisseurs, la possibilité de filtrer les entreprises visées rationalise leur temps de sélection en concentrant leur valeur ajoutée sur l'évaluation ou le conseil.

Enrichir les *deal flows* à travers l'apport d'expertise et la qualification des projets

De nouveaux accompagnements publics ou privés améliorent le couple rendement/risque des jeunes entreprises



[44] Grâce à la loi LRU [2007] et à la loi de modernisation de l'économie [2008], 39 fondations universitaires et entrepreneuriales sont en activité en 2011, permettant aux universités de faire appel au mécénat pour renforcer leur action (dons de personnes privées, d'entreprises et d'associations).

[45] Zucker L., Darby M. et Armstrong J. [1994], "Intellectual capital and the firm: the technology of geographically localized knowledge spillovers", *NBER Working Paper*, n° 4946.

[46] Ces sociétés par actions simplifiées, appartenant à des groupements d'établissements et d'organismes de recherche, viendraient substituer aux dispositifs existants un guichet unique auprès des laboratoires et de l'écosystème d'entreprises, en lien avec les pôles de compétitivité. L'engagement est de 900 millions d'euros.

[47] Création de "FIP Avenir décolletage" et d'un FCPR.

[48] Voir notamment la notion de "coopération faible" pour les entrepreneurs – c'est-à-dire des opportunités de coopérations qui n'émergent qu'*ex-post*, à travers le fait de rendre publique leur production – développée par Aguiton C. et Cardon D. [2007], "The strength of weak cooperation: an attempt to understand the meaning of Web 2.0", *Communications & Strategies*, vol. 65, p. 51-65, First Quarter.

[49] Le site collaboratif de *coworking* en recense dix-neuf en France fin 2011 (<http://wiki.coworking.info/>).

[50] Par exemple, afin de répondre aux besoins d'hébergement et d'interaction des jeunes pousses, la Ville de Paris a mis en place une politique forte de création de plusieurs lieux thématiques mêlant incubateurs et espaces de *coworking*, comme le Labo de l'édition dédié aux métiers innovants de l'édition numérique, ou Paris Région Innovation Nord Express pour le digital.

[51] La spécialisation technique et sectorielle des investisseurs étant bénéfique pour l'entreprise investie. Voir Gompers P., Kovner A. et Lerner J. [2009], "Specialization and Success: Evidence from Venture Capital", *Journal of Economics & Management Strategy*, n° 18, p. 817-844.

et agissent comme “premiers filtres”, l’objectif étant de mieux préparer les porteurs de projet et de signaler en amont la qualité des projets. En outre, l’amélioration du processus de levée de fonds qui en résulte permet, à moindres frais, l’enrichissement, en nombre et en qualité, du *deal flow* des investisseurs, répondant ainsi aux difficultés induites par l’organisation autour du métier du capital-risque.

Les accélérateurs

Les accélérateurs renouvellent l’ancien modèle de l’incubateur, qui offre essentiellement un lieu d’accueil pour les entreprises en création, auquel peuvent s’ajouter des services de formation ou d’accompagnement. Ces nouveaux systèmes d’accompagnement intensif d’entreprises en création, semblables à une “université qualifiante des start-up”, effectuent une première sélection des projets prometteurs en apportant une expertise technique dont peuvent manquer les entreprises innovantes. Ce processus répond à la frilosité des investisseurs en aval, en leur permettant d’externaliser pour partie le processus de sélection et de premier accompagnement des projets ; il donne la possibilité aux entrepreneurs de mutualiser l’investissement en temps de la recherche de financement.

Encadré 2

Les accélérateurs, source de sélection et d’incubation des start-up les plus prometteuses

Issus des modèles de Y Combinator ou de Seedcamp, les accélérateurs agissent comme des incubateurs améliorés pour les entreprises en phase de création, avec l’objectif supplémentaire de faire se rencontrer investisseurs et entrepreneurs. Ce *kick-off* consiste en un accompagnement, sur quelques mois, des entrepreneurs en phase d’amorçage, visant à formaliser la mise en avant de l’entreprise, à finaliser son offre, à préparer sa levée de fonds, etc. L’objectif est que l’idée de départ devienne rapidement une entreprise à même de prendre place sur le marché, en échange d’une prise de participation (entre 2 % et 10 % du capital). Le modèle se fonde sur un large volume d’entreprises investies, issues d’un fort processus de sélection, ainsi que sur la qualité reconnue des mentors

utilisés : la formation d’un réseau de conseillers permet de faire remonter de nouveaux dossiers en amont et de les insérer dans la chaîne de financement en aval.

L’attractivité des meilleurs accélérateurs, parfois assortie d’un premier investissement initial^[52], rend ce type de programme très intéressant pour les entrepreneurs et pour les investisseurs, et repose sur la présence de bonnes perspectives de sortie. Le modèle économique, à la base à but lucratif, se décline désormais dans des accélérateurs sans prise de participation, issus de partenariats publics/privés^[53] ou d’universités^[54]. Il inspire également de nouveaux modèles de fonds, à l’image de 500 Startups qui, aux États-Unis, agit à la fois en accélérateur et en investisseur d’amorçage, supprimant ainsi totalement l’asymétrie d’information entre investisseur et entrepreneur puisque le réinvestissement intervient après la phase d’accélération.

Aux États-Unis, le nombre d’accélérateurs est passé de 4 en 2007 à plus de 100 en 2011, et il en existe désormais une cinquantaine en Europe^[55], entraînant une compétition entre différents modèles économiques (montant de la prise de participation, association ou entreprise privée), bénéfique au maintien d’un bon niveau de formation pour une faible prise de participation. Cependant, il n’en existe toujours que peu en France^[56].

La stratégie de terreau

Une stratégie de terreau consiste à faire émerger de nombreuses initiatives prometteuses sur le territoire. Reposant sur l’idée qu’on ne peut anticiper les innovations de rupture de demain, elle vise à aider à l’amorçage un grand nombre de jeunes firmes en s’appuyant sur un travail de qualification d’une multitude de projets en amont, au risque d’une plus grande dissémination. En amont ou en parallèle de la qualification de “jeune entreprise innovante” par Oséo, d’autres types de labellisation de projets à haut potentiel peuvent être mis en avant. Des plateformes d’initiatives locales tournées vers l’innovation, comme Scientipôle Initiative en Île-de-France^[57], permettent, au-delà d’un prêt d’honneur “labellisant” pour la phase de démarrage, d’insérer un grand nombre d’entre-



[52] Depuis 2011, les deux accélérateurs américains les plus connus, Y Combinator et TechStars, proposent, en sus de leur modèle d’incubation accélérée, un investissement disponible de, respectivement, 150 000 et 100 000 dollars pour les start-up sélectionnées.

[53] À l’image du concours “Mass Challenge”, couplant concours publics et financement, de la part de sponsors industriels et de fondations, qui permet l’accélération de 130 jeunes pousses de tous les secteurs.

[54] Les plus connues, qui regroupent interdisciplinarité, incubation, conférences, *mentoring* et mise en relation avec des financeurs, sont Innovation Lab (Harvard), Founder School (Berkeley) ou StartX (Stanford). Dans une moindre mesure, on peut également citer les programmes de *mentoring* des grandes écoles de commerce françaises, mettant en relation anciens et futurs entrepreneurs.

[55] En Europe, l’accélérateur le plus connu, Seedcamp, sélectionne les projets investis à l’issue de plusieurs événements dans toute l’Europe, puis prend une participation d’environ 50 000 euros (8 % à 10 % du capital) pour un *coaching* de trois mois.

[56] Le Camping est le premier accélérateur français pour les jeunes pousses digitales. En 2012 devraient s’ouvrir deux accélérateurs d’entreprises, développés respectivement par Microsoft/l’Entreprise et Renault/Paris Région Innovation.

[57] Le réseau France Initiative chapeaute plus de 240 plateformes, dont 4 se focalisent sur les entreprises innovantes (Aquitaine Amorçage, AT21+ en Auvergne, Créalia en Languedoc-Roussillon et Scientipôle Initiative).

preneurs dans un réseau professionnel et de bénéficier d'un suivi personnalisé. Ils peuvent par la suite être accompagnés techniquement et financièrement dans leur développement, notamment *via* un outil de prise de participations⁽⁵⁸⁾. Est mise en place une "stratégie de terreau" qui, par la sélection et l'accompagnement des premières phases de développement de l'innovation, fait émerger et enrichit les meilleurs projets dans la durée. À noter qu'une telle stratégie est sur certains aspects en phase avec celle dont se réclament les *super angels*, une nouvelle vague de fonds d'anciens entrepreneurs à succès du web. Ces derniers visent en effet une approche "industrielle" reposant sur une forte diversification des projets. De plus, afin de pouvoir investir et désinvestir sans contraintes temporelles, ils ne se créent pas en tant que fonds supports de défiscalisation comme le sont les FCPI, et visent pour leur propre actionnariat des investisseurs institutionnels.

Enfin, il convient de citer un autre type de qualification des projets à un coût très faible pour les investisseurs : la *crowdfunding*. Cette pratique de finance participative, c'est-à-dire de financement d'un projet par un grand nombre de particuliers à travers les nouvelles technologies, repose sur l'intelligence collective émergente de la collaboration de nombreuses personnes. Son application au financement de haut de bilan d'entreprises en création, à travers des plateformes comme Wiseed en France ou GrowVC aux États-Unis, est très prometteuse, car elle vient combler l'*equity gap* à travers une nouvelle forme d'orientation de l'épargne des particuliers par la création de "micro *business angels*". Les contraintes légales et fiscales ne sont cependant pas encore adaptées à ce nouvel outil. Aux États-Unis, l'évolution de la législation est en cours afin de couvrir des levées de fonds importantes⁽⁵⁹⁾, sous réserve d'éviter les fraudes⁽⁶⁰⁾.

◆ LES OUTILS POUR UNE DOCTRINE PUBLIQUE EN MATIÈRE D'AMORÇAGE

Le volontarisme de l'action publique en faveur du financement des jeunes entreprises innovantes a permis de façonner et de renforcer le paysage du capital-risque français. Faute de données, il n'est toutefois pas aisé de mesurer l'efficacité de cet engagement et des différents

types d'interventions publiques. On a noté en particulier le biais inhérent à l'organisation de l'intermédiation. Dans un premier temps, afin de contrer ces biais et de favoriser l'évaluation des dispositifs utilisés, il est indispensable de disposer d'outils de suivi des entreprises accompagnées, par exemple avec la création d'une base de données, croisant participations privées et incitations publiques. Il paraît en effet essentiel de disposer d'une vision globale de la dépense publique en matière de soutien au financement des entreprises. De plus, renforcer le suivi des prises de participation publiques permettrait de poursuivre la mise en cohérence des différents instruments publics en faveur du capital-risque.

Nous avons aussi observé que de nombreux moyens émergent, qui peuvent mener à la création d'un "système social d'innovation et de production⁽⁶¹⁾", c'est-à-dire à la mise en place d'interactions institutionnelles nécessaires à l'accompagnement et à l'innovation des firmes. Ces moyens méritent d'être examinés et approfondis, afin de diversifier et d'améliorer le suivi des entreprises innovantes.

PROPOSITION

Poursuivre et soutenir les expérimentations en faisant le lien avec le dispositif du Fonds national d'amorçage : réserver une part de ses investissements pour soutenir de nouvelles pratiques d'investissements à l'amorçage, tels les accélérateurs.

Les accélérateurs et autres dispositifs apportant labellisation et accompagnement ouvrent la possibilité de compléter le modèle traditionnel du capital-risque en effectuant de petites prises de participations diversifiées. Afin d'assurer l'efficacité de ces expérimentations, une évaluation dédiée devra être lancée avec chaque dispositif d'appui. Il convient de les soutenir dans un cadre cohérent avec les principes du FNA, qui offre l'avantage de présenter une démarche structurée, notamment en termes d'évaluation, et explicitement destinée à réduire l'*equity gap*. Ce complément important soutiendrait les initiatives privées qui ne parviennent pas à mobiliser suffisamment de capitaux. Une fois avérée la défaillance de marché, il peut être intéressant



[58] À travers Scientipôle Capital, société de capital-risque attenante, et bientôt Scientipôle Croissance, qui proposera un accompagnement en *business development*.

[59] Au sein de l'initiative présidentielle Startup America, la proposition de loi concernant le *crowdfunding* ("Entrepreneur Access to Capital Act") est en instance de délibération au Sénat. Le plafond annuel d'investissement serait levé à 1 million de dollars, et à 1 000 dollars par individu et par an.

[60] Voir notamment Lee Hazen T. [2011], "Crowdfunding or fraudfunding? Social networks, and the securities laws – Why any specially tailored exemptions should be conditioned on meaningful disclosure", *North Carolina Law Review*, à paraître.

[61] Amable B. et Lung Y. [2008], "The european socio-economic models of a knowledge-based society, main findings and conclusion", *Cahiers du GRETha*, n° 2008, p. 26.

de renforcer encore cette logique et de s'appuyer sur les autres "régimes notifiés" autorisés par la Commission européenne permettant d'aller au-delà du seuil de 50 % de fonds publics.

Sur la base de ces nouvelles données et des expérimentations afférentes, des évaluations assureraient la bonne allocation des crédits publics et l'absence d'effets d'aubaine⁽⁶²⁾. Ce processus forcerait la constitution d'une doctrine publique en la matière et rendrait possibles les arbitrages entre différents vecteurs d'intervention (garanties, co-investissements, incitations fiscales, etc.).

► **CONCLUSION**

L'effort public en faveur de l'accompagnement des jeunes entreprises innovantes et le secteur du capital-risque font face à une transformation de l'écosystème à venir. Le foisonnement actuel d'initiatives, que nous n'avons ici exposé que partiellement, est susceptible de transformer radicalement le parcours habituel des entrepreneurs. Afin de préparer au mieux cette évolution des acteurs, il est indispensable d'évaluer avec recul les trente années de maturation du secteur et de l'engagement public. Améliorer la collecte d'informations permettrait alors le suivi des incitations en faveur des jeunes entreprises, l'étude de leur impact réel comparé à leur coût, et l'adéquation aux objectifs définis en amont visant le soutien aux entreprises innovantes : ainsi, il sera par exemple crucial d'approfondir la comparaison entre stratégie de garantie et co-investissement. Une stratégie publique ainsi affirmée serait à même de connaître les besoins réels de financement des TPE et PME et de créer une nouvelle "stratégie de terreau" permettant une allocation ciblée de l'épargne.

Enfin, la perspective d'opportunités de "sorties" rentables demeure l'une des incitations les plus structurantes dans le développement d'investissements en capital-risque : ce volet devra également être évoqué dans une prochaine *Note d'analyse*.



Caroline Le Moign,
département Économie Finances



[62] Voir notamment Lelarge C., Sraer D. et Thesmar D. (2008), "Credit Constraints and Entrepreneurship: Evidence from the French Loan Guarantee Program", in Lerner J. et Schoar A. (éd.) (2010), *International Differences in Entrepreneurship*, University of Chicago Press.

**DERNIÈRES
PUBLICATIONS
À CONSULTER**

sur www.strategie.gouv.fr, rubrique publications

Notes d'analyse :

- N° 264 ■ Les aides au logement des ménages modestes (février 2012)
- N° 261 ■ "RIO + 20" : l'heure du réalisme écologique ? (janvier 2012)
- N° 260 ■ L'enseignement professionnel initial dans le supérieur : atteindre l'objectif de 50 % de diplômés du supérieur tout en favorisant leur insertion professionnelle (janvier 2012)
- N° 258 ■ Les secteurs créateurs d'emplois à moyen terme (janvier 2012)
- N° 257 ■ Quel avenir pour l'accueil des jeunes enfants ? (janvier 2012)

Note de synthèse :

- N° 263 ■ Énergies 2050 (février 2012)
- N° 262 ■ Pour une nouvelle approche des mobilités dans les territoires périurbains et ruraux (février 2012)
- N° 259 ■ Les secteurs de la nouvelle croissance : une projection à l'horizon 2030 (janvier 2012)

Retrouvez les dernières actualités du Centre d'analyse stratégique sur :

-  Internet : www.strategie.gouv.fr
-  Facebook : [centredanalysestrategique](https://www.facebook.com/centredanalysestrategique)
-  Twitter : [Strategie_Gouv](https://twitter.com/Strategie_Gouv)



La Note d'analyse n° 265 - février 2012 est une publication du Centre d'analyse stratégique

Directeur de la publication : Vincent Chriqui, directeur général

Directeur de la rédaction : Pierre-François Mourier, directeur général adjoint

Secrétaire de rédaction : Delphine Gorges

Correction : Valérie Senné

Impression : Centre d'analyse stratégique

Dépôt légal : février 2012
N° ISSN : 1760-5733

Contact presse : Jean-Michel Roullé, responsable de la communication
01 42 75 61 37 / 06 46 55 38 38
jean-michel.roulle@strategie.gouv.fr



Le Centre d'analyse stratégique est une institution d'expertise et d'aide à la décision placée auprès du Premier ministre. Il a pour mission d'éclairer le gouvernement dans la définition et la mise en œuvre de ses orientations stratégiques en matière économique, sociale, environnementale et technologique. Il préfigure, à la demande du Premier ministre, les principales réformes gouvernementales. Il mène par ailleurs, de sa propre initiative, des études et analyses dans le cadre d'un programme de travail annuel. Il s'appuie sur un comité d'orientation qui comprend onze membres, dont deux députés et deux sénateurs et un membre du Conseil économique, social et environnemental. Il travaille en réseau avec les principaux conseils d'expertise et de concertation placés auprès du Premier ministre : le Conseil d'analyse économique, le Conseil d'analyse de la société, le Conseil d'orientation pour l'emploi, le Conseil d'orientation des retraites, le Haut Conseil à l'intégration.

www.strategie.gouv.fr