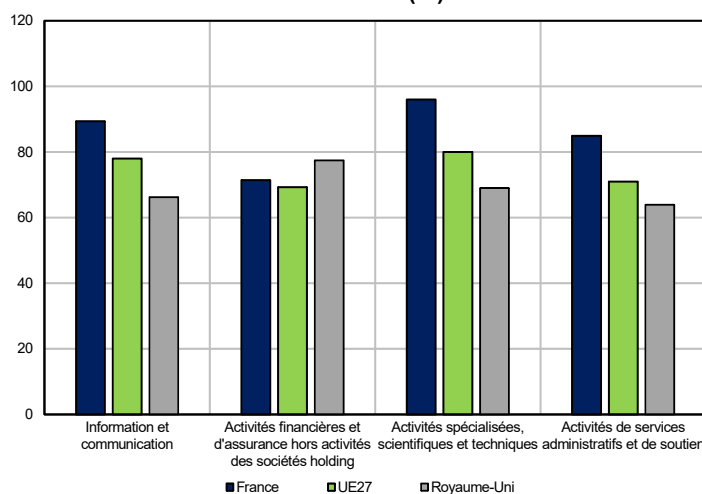


## Capital-risque et développement des start-ups françaises

*Faÿçal HAFIED, Chakir RACHIQ, Guillaume ROULLEAU*

- On distingue en général quatre stades de développement des start-ups (aussi appelées jeunes pousses), l'incubation, l'amorçage, le démarrage et la croissance. Les start-ups connaissent souvent des difficultés de trésorerie entre les phases de démarrage et de croissance, se traduisant par un fort taux de mortalité. L'analyse du taux de survie à trois ans des entreprises qui exercent dans l'information et la communication ou encore dans les activités spécialisées, scientifiques et techniques, montre que ce phénomène, dit de « vallée de la mort », existe en France, même s'il semble moins prégnant que dans d'autres pays.
- Les start-ups constituent une classe d'actifs particulièrement incertaine pour les investisseurs. La composition de leur bilan (importance des actifs intangibles) et l'absence d'historique comptable rendent difficile la mobilisation des techniques classiques d'évaluation financière, d'où une forte asymétrie d'information entre investisseurs et entrepreneurs, source de difficultés à coopérer de manière efficace.
- Les financements par emprunt bancaire classiques sont difficiles à mettre en place en l'absence de collatéraux tangibles au bilan des start-ups. Ceci justifie l'intervention d'investisseurs spécialisés, les investisseurs en capital-risque, qui vont intervenir en fonds propres. La disponibilité et la sélectivité des investisseurs en capital-risque déterminent les possibilités de croissance des start-ups et l'ampleur du phénomène de « vallée de la mort ».
- En France, les difficultés de financement des start-ups semblent moins fortes qu'ailleurs en Europe (UE 27 et Royaume-Uni). Bpifrance a été le principal levier de la croissance du capital-risque français. La France présente un vivier de start-ups dynamiques et figure désormais au 1<sup>er</sup> rang de l'UE 27 en matière de levées de fonds pour des opérations inférieures à 100 M€, suivie par l'Allemagne. La France, et plus généralement l'Europe, accusent cependant un léger retard en matière de financement des étapes ultérieures de développement des start-ups (le segment dit « *late stage* » correspondant à la phase de croissance), cruciales pour le passage à l'échelle internationale des start-ups.

**Taux de survie à 3 ans des entreprises dans les secteurs intensifs en actifs incorporels où la proportion de start-ups est élevée (%)**



Sources : Eurostat.

Lecture : 89 % des entreprises françaises de plus de 10 salariés créées en 2015 et opérant dans le secteur de l'information et communication étaient encore actives en 2018.

# 1. La notion de start-up recouvre des entreprises à forte croissance ou très intensives en R&D

## 1.1 Deux catégories d'entreprises permettent d'approcher la notion de start-up

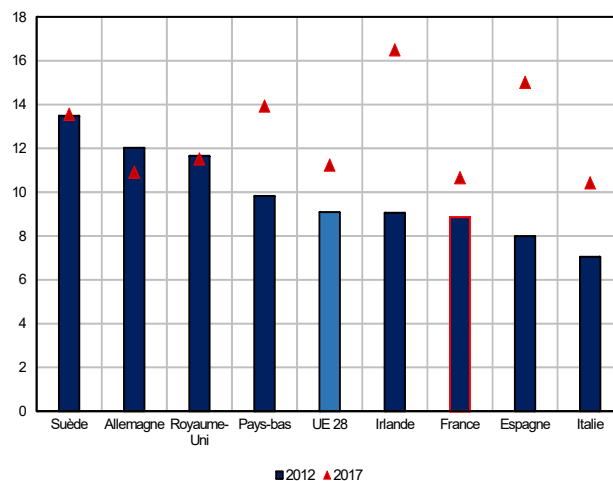
Les start-ups ne constituent pas une catégorie statistique. Elles peuvent néanmoins être appréhendées en croisant différents concepts mieux définis. L'entreprise à forte croissance est une notion utilisée par Eurostat et l'OCDE, qui n'inclut pas de critère d'âge. Il s'agit des entreprises dont le taux de croissance annuel moyen des effectifs salariés sur trois ans est supérieur à 10 %, et dont l'effectif était d'au moins dix salariés au début de la période de croissance. Parmi ces entreprises en forte croissance, une entreprise est dite « gazelle » si elle est jeune, c'est-à-dire âgée de quatre à cinq ans en fin de période de croissance.

En 2017, les entreprises à forte croissance représentaient 10,7 % des entreprises de plus de dix salariés en France (contre 10,9 % en Allemagne et 11,5 % au Royaume-Uni), en augmentation significative entre 2012 et 2017 (+1,7 point ; cf. Graphique 1). Elles ne représentaient toutefois que 9,4 % de l'emploi des entreprises de plus de dix salariés (contre 13,6 % en Allemagne et 19,3 % au Royaume-Uni), soit moins que la moyenne de l'Union européenne (15,2 %). La taille de ces entreprises est ainsi significativement plus faible en France qu'ailleurs. Une large part d'entre elles (16,6 %) opère dans le secteur information et communication<sup>1</sup>.

En France, une autre approche pour appréhender le champ des start-ups, de nature plus administrative, consiste à se fonder sur l'éligibilité d'une entreprise au dispositif des Jeunes Entreprises Innovantes (JEI). Celui-ci a été mis en place en 2004 afin de soutenir l'innovation par des allègements fiscaux et des exonérations de cotisations sociales patronales pour le personnel impliqué dans les activités de R&D. Le dispositif cible les PME de moins de huit ans ayant une forte activité en R&D<sup>2</sup>. En 2017 on dénombrait 3 202 JEI (soit trois fois plus qu'à la création du dispositif). Celles-ci exerçaient principalement dans le secteur des

services (45 % des JEI opèrent dans les technologies de l'information et des communications et 39 % dans les activités spécialisées, scientifiques et techniques)<sup>3</sup>.

**Graphique 1 : Évolution de la part des entreprises en forte croissance (% des entreprises actives avec au moins 10 employés)<sup>4</sup>**



Source : Eurostat.

Lecture : 8,9 % des entreprises françaises de plus de 10 salariés étaient en forte croissance en 2012, et 10,7 % en 2017.

Champ : entreprises de 10 salariés ou plus de l'économie marchande hors agriculture, hors holdings et services principalement aux ménages (section B à N hors K642 de la NACE rév. 2).

Note : pour la moyenne 2012, on retient la part des entreprises en forte croissance en 2013 pour la Finlande, et 2014 pour la Grèce. Pour la moyenne 2017, on retient la part des entreprises en forte croissance en 2016 pour Chypre.

## 1.2 Dans les secteurs de start-ups, les entreprises françaises ont un taux de survie plus élevé que dans les autres pays européens

Il n'existe pas aujourd'hui de statistiques sur la pérennité des start-ups en comparaisons internationales, et ce quel que soit le concept retenu. Il est toutefois possible de comparer le taux de survie des entreprises qui exercent dans les secteurs où la proportion de JEI et d'entreprises en forte croissance est très élevée : ainsi, dans le secteur de l'information et communication, la France se classe au deuxième rang parmi les voisins immédiats (Belgique, Espagne, Italie, Royaume-Uni et Suède) avec un taux de survie à

(1) J.-B. Champion *et al.* (2018), « Les entreprises en forte croissance : une hausse de 540 000 emplois salariés en trois ans », *Insee Première*, n° 1718, Novembre.

(2) Pour être éligible, une entreprise doit répondre à plusieurs critères : i) être nouvelle, c'est-à-dire non issue d'une restructuration d'une entreprise existante, ii) être une PME (moins de 250 personnes et un chiffre d'affaire de moins de 50 M€ ou un bilan inférieur à 43 M€) ; iii) être indépendante ; (iv) avoir moins de 8 ans et enfin v) avoir une activité de R&D intensive, représentant au moins 15 % de leurs charges fiscales déductible.

(3) Source : Acof (base JEI 2015), Insee, DGE.

(4) Part des entreprises à forte croissance en termes d'emplois : nombre d'entreprises à forte croissance divisé par le nombre d'entreprises actives au moins 10 employés – pourcentage.

trois ans à 89,4 %, derrière la Belgique (90,0 %) et devant le Royaume-Uni (66,2 %)⁵. S'agissant des activités spécialisées scientifiques et techniques, les

entreprises françaises survivent plus longtemps que celles de ses voisins immédiats.

## 2. Le financement des start-ups souffre d'asymétrie d'information et d'une forte incertitude sur leurs revenus futurs

### 2.1 Les start-ups, surtout constituées d'actifs intangibles, sont difficiles à évaluer par les investisseurs

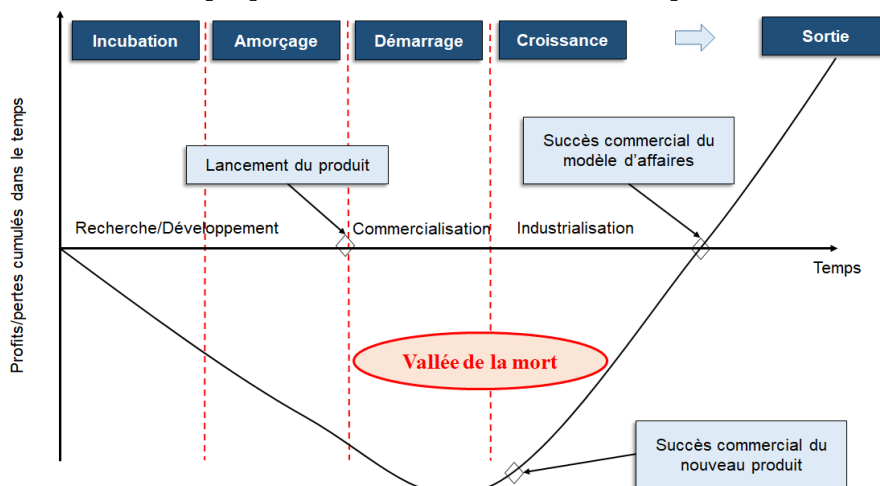
Le bilan des start-ups est principalement composé d'actifs intangibles (brevets, logiciels, capital-humain) dont la valeur est difficilement récupérable⁶, contrairement à celle des actifs tangibles (usines, machines, terrains, etc.)⁷. Les actifs incorporels présentent aussi des rendements plus incertains⁸. Cette incertitude est constitutive d'une forte asymétrie d'information. Les produits de dette traditionnels offerts par les acteurs bancaires, qui prennent pour collatéraux des actifs tangibles, sont peu adaptés au financement des actifs intangibles. L'asymétrie d'information liée à ces actifs se manifeste avant la décision d'investissement (de mauvais projets pourraient parvenir à lever des fonds, d'où un risque de

sélection adverse) mais aussi après (gestion imprudente des fonds levés, d'où un aléa moral).

### 2.2 Ces spécificités des start-ups compliquent leur financement et les fragilisent pendant la phase de commercialisation de leur produit

Les difficultés d'accès aux financements externes se traduisent par une forte mortalité des start-ups au moment où elles cherchent à industrialiser leur production (après les trois premières phases de développement que sont l'incubation, l'amorçage et le début de la phase de démarrage⁹). Cette phase du développement des start-ups, située entre les périodes de démarrage et de croissance et marquée par une forte mortalité est appelée « vallée de la mort » (cf. Graphique 2).

Graphique 2 : La vallée de la mort des start-ups



Source : DG Trésor, à partir d'Ortmans, J., (2016), "The Rise of angel investing", Kauffman Foundation.

Incubation : Développement du prototype ; l'entreprise n'existe pas ou vient à peine d'être constituée : son modèle d'affaire n'est pas établi.

Amorçage : Le prototype a été développé et lancé sur le marché ; génération des premiers revenus.

Démarrage : L'entreprise a besoin de fonds additionnels pour monter en gamme et perfectionner l'offre.

Croissance : L'entreprise étend son offre de produits et industrialise son processus de production ce qui lui ouvre de nouveaux marchés et lui permet de se déployer à l'international.

Sortie : Plusieurs possibilités : (i) acquisition, (ii) nouveau tour de table (accueil de nouveaux investisseurs ou réinvestissement des actionnaires antérieurs lors d'un refinancement en fonds propres), (iii) introduction en bourse.

(5) Source : Eurostat.

(6) Un brevet en cours de développement n'a par exemple pas ou peu de valeur liquidative.

(7) Pour une machine, il suffit de par exemple de disposer du prix d'achat et de lui affecter un coefficient de dépréciation linéaire au cours du temps tenant compte de son usure pour évaluer une nouvelle valeur dépréciée.

(8) Haskel J. et S. Westlake (2017), "Capitalism Without Capital: The Rise of the Intangible Economy", Princeton University Press.

(9) CAE (2016), « Renforcer le capital-risque français », Les notes du conseil d'analyse économique, n° 33.

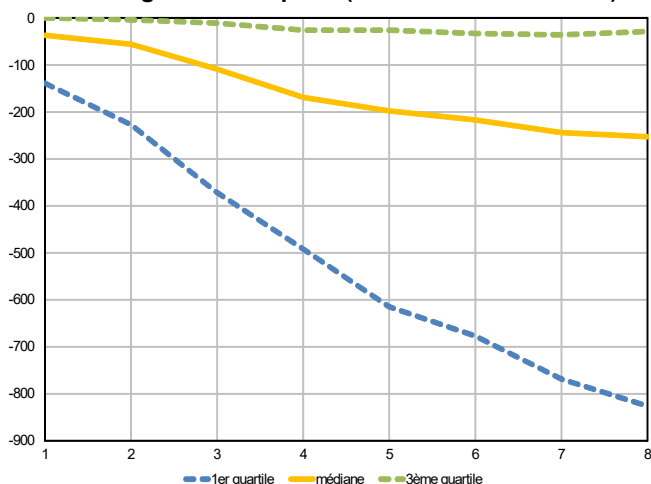
La difficulté des start-ups à financer le développement de leurs activités opérationnelles peut être appréhendée à travers la vitesse de consommation de trésorerie pour faire face au cycle d'exploitation et aux

investissements (*cash burn rate*). Le phénomène de « vallée de la mort » se manifeste par des flux de trésorerie négatifs au cours de premiers exercices comptables de la start-up (cf. Encadré 1).

### Encadré 1 : Le phénomène de vallée de la mort vu à travers l'évolution de la trésorerie nette des JEI

Les données individuelles d'entreprises françaises de la base FICUS-FARE mettent en évidence une forte hausse de la consommation de trésorerie (*cash burn rate*) entre le deuxième et cinquième anniversaire des JEI créées entre 2004<sup>a</sup> et 2008. Le niveau de consommation de trésorerie nette<sup>b</sup> est relativement modéré les deux premières années, puis celui-ci augmente rapidement entre le deuxième et le cinquième anniversaire, puis tend à se stabiliser au-delà. Le graphique 3 présente la trésorerie nette des start-ups françaises selon l'âge de l'entreprise.

**Graphique 3 : Trésorerie nette des start-ups françaises selon l'âge de l'entreprise (En k€ en fin d'exercice)**



Source : FICUS-FARE, Base de données JEI (ACOSS, 2004-2016), Calculs DG Trésor.

Champ : Le profil est estimé sur une base cylindrée de 2000 entreprises créées entre 2004 et 2008, observées pendant les huit premières années d'existence et qui bénéficient au moins une fois sur la période d'observation du dispositif JEI.

La trésorerie nette est ici définie comme disponibilités (montants détenus en caisse et avoirs en banque) – capital social (apport des associés au démarrage de l'activité) – dette (prêts et émissions obligataires) et permet ainsi de tenir compte des apports en liquidités au cours de la vie de la JEI.

- a. L'exercice d'évaluation a été mené à partir de 2004, date de la promulgation du Décret n°2004-581 du 21 juin 2004 instituant une exonération de cotisations patronales de sécurité sociale en faveur de la jeune entreprise innovante (JEI), qui est la notion retenue en l'absence de définition statistique de la start-up.
- b. La trésorerie nette est ici définie comme les disponibilités (montants détenus en caisse et avoirs en banque) – capital social (apport des associés au démarrage de l'activité) – dette (prêts et émissions obligataires). Elle tient compte des apports en liquidités au cours de la vie de la JEI.

## 3. Le capital-risque répond aux problèmes de financement des start-ups

### 3.1 L'investissement dans les start-ups requiert un instrument spécialisé : le capital-risque

Les coûts de surveillance nécessaires à la résorption des asymétries d'information<sup>10</sup> ne peuvent être pris en compte que grâce à un suivi étroit de l'investissement dans le cadre d'une prise de participation en fonds propres, l'investisseur siégeant au conseil d'administration de l'entreprise. Le capital-risque

répond à cette exigence pour pallier l'asymétrie d'information. En amont de la décision d'investissement, les investisseurs en capital-risque instruisent conjointement les décisions d'allocation de leurs fonds (« tours de table syndiqués »)<sup>11</sup> afin de partager l'information et diversifient le risque en multipliant les prises de participations<sup>12</sup>. Après l'allocation des fonds et afin de limiter le risque de mauvaise gestion de la trésorerie, les contrats

(10) Winton A. et V. Yerramilli (2008), "Entrepreneurial Finance: Banks versus Venture Capital", *Journal of Financial Economics*, 88, p. 51-79.

(11) J. Lerner (1994), "The syndication of Venture Capital Investments", *Financial Management*, vol. 23, n° 3, p. 16-27.

(12) D. J. Cumming (2006), "The Determinants of Venture Capital Portfolio Size: Empirical Evidence", *Journal of Business*, vol. 79, n° 3, p. 1083-1126.

d'investissement prévoient des clauses permettant aux investisseurs d'augmenter ultérieurement leur part aux fonds propres diminuant symétriquement celle des entrepreneurs si des cibles opérationnelles n'ont pas été respectées. Cela permet aux investisseurs de s'assurer d'une bonne exécution des opérations, en conformité avec le plan d'affaires validé au moment de la prise de participation<sup>13</sup>. L'échelonnage dans le temps des fonds, investis par tours de table successifs<sup>14</sup>, maintient par ailleurs la pression sur les entrepreneurs, les investisseurs pouvant décider de s'abstenir de réinvestir ultérieurement.

En pratique, l'industrie du capital-risque fait intervenir un ensemble d'acteurs hétérogènes au long du parcours de croissance des start-ups, définissant ainsi un « continuum de financement » (cf. Tableau 1). On distingue les acteurs intervenant en début de développement (*early stage*) (capital-amorçage) de la start-up (*crowdfunding*<sup>15</sup>, *business angels*<sup>16</sup>), de ceux intervenant à un stade de développement ultérieur (*late stage*) (sociétés de capital-risque spécialisées<sup>17</sup>, fonds de *corporate venture*<sup>18</sup>).

**Tableau 1 : Le continuum de financement des start-ups et la logique de l'investissement séquentiel par tours de table successifs**

Stade de développement	Incubation	Amorçage	Démarrage	Croissance	Sortie
Origine des fonds	Entourage des entrepreneurs ( <i>love money</i> ), concours, prêts d'honneur	<i>Business angels</i> , puissance publique (aides), appels à l'épargne privée ( <i>crowdfunding</i> , fonds d'amorçage)	Sociétés de capital-risque <i>early stage</i> , fonds de <i>corporate venture</i> adossés à un grand groupe	Sociétés de capital-risque <i>late stage</i> , fonds de <i>corporate venture</i> adossés à un grand groupe	
Tour de table et montant correspondant et montants moyens investis	Pré-amorçage ( <i>pre-seed</i> ) (20k€-50k€)	Amorçage ( <i>seed</i> ) (50k€-500k€)	Séries A et B <sup>a</sup> (500k€-10m€)	Série C et au-delà - 10m€-30m€ le ticket pour les Séries C et D - 30m€-100m€ au-delà de la Série D (« <i>Growth equity</i> » pour les tickets supérieurs à 100 m€)	

a. La lettre de la série correspond à l'ordre du tour de table, à l'exclusion du capital-amorçage (*seed round*). Ainsi, une série A correspond au premier tour de table. Une série B à un deuxième tour de table et une série F au sixième tour de table.

Source : DG Trésor à partir de CAE (2016).

Enfin, une entreprise peut être financée à travers le rachat par un groupe (directement ou travers son fonds

de *corporate venture*), ce qui peut induire un risque de prédation (cf. Encadré 2).

- (13) C. Casamatta (2003), "Financing and Advising: Optimal Financial Contracts with Venture Capitalists", *Journal of Finance*, vol. 18, p. 1097-1137.
- (14) Cornelli F. et O. Yosha (2003), "Stage financing and the role of convertible securities", *Review of Economics Studies*, vol. 70, p. 1-32.  
Biencz C. et J. Hirsh (2012), "The Dynamics of Venture Capital Contracts", *Review of Finance*, vol. 16, p. 247-267.
- (15) Investisseurs individuels non experts qui prennent une participation à travers des plateformes de financement numériques contre une part des résultats ou l'obtention du produit (cf. Belleflamme P., Lambert T. et A. Schwienbacher (2014), "Crowdfunding: Tapping the Right Crowd", *Journal of Business Venturing*, vol. 29, p. 585-609).
- (16) Investisseurs individuels professionnels, parfois organisés en réseaux afin de partager l'information (cf. San José A., Roure J. A. et R. Aernoudt (2005), "Business Angels academies: unleashing the potential for Business Angel investment", *Venture Capital*, vol. 7, n°4, p. 149-165), qui prennent les participations et octroient des conseils stratégiques aux entrepreneurs (cf. R. Sorheim (2003), "The pre-investment behaviour of business angels: an exploratory implications", *Entrepreneurship & Regional Development*, vol. 13, p. 351-370).
- (17) Ces sociétés d'investissement spécialisées sont spécialisées soit en fonction d'une expertise sectorielle particulière (biotechnologies, TIC), soit en fonction d'un segment du continuum de financement des start-ups (capital-amorçage, *early stage*, *late stage*).
- (18) Véhicules d'investissement abondés, gérés et détenus en propre par une grande entreprise (par exemple, « GV » pour Alphabet, la société mère de Google) et qui peuvent être motivés par des objectifs de veille stratégique.

## Encadré 2 : Les prises de participations dans les start-ups françaises répondent-elles à une volonté de prédation ?

Si certaines études soulignent l'effet positif des rachats de PME par un groupe sur les performances, la R&D et la productivité des entreprises acquises<sup>a</sup>, d'autres acquisitions de start-ups sont réalisées dans le but de supprimer l'innovation portée par la cible, qui pourrait constituer une menace pour l'acquéreur. Ce risque d'« acquisition prédatrice » a d'ailleurs récemment été pris en compte par les autorités européennes de la concurrence<sup>b</sup>. Un récent article<sup>c</sup> estime les « acquisitions prédatrices » à 6,4 % des rachats ayant lieu au sein du secteur pharmaceutique américain.

Une analyse spécifique<sup>d</sup> a été menée pour évaluer l'impact d'une prise de participation financière sur les performances d'une start-up en France. En définissant le champ des start-ups comme les entreprises ayant obtenu au moins une fois le dispositif JEI en France, l'écart de performance entre les start-ups acquises et les start-ups indépendantes est quantifié. Ces deux groupes d'entreprises ne sont cependant pas *a priori* comparables : les start-ups acquises ont, avant même la prise de participation par un groupe, des caractéristiques bien particulières (plus d'effectifs, plus de capitaux, etc.) qui peuvent biaiser la comparaison *ex post*. Ces biais potentiels sont corrigés par des outils économétriques (méthode des doubles différences avec appariement sur le score de propension).

L'analyse conclut que les acquisitions de start-ups n'ont aucun impact sur la performance R&D de l'entreprise (ratio de la dépense de R&D sur les effectifs), mais améliorent significativement ces performances en aval deux ans après le rachat avec, en moyenne, une hausse significative du chiffre d'affaires (+38 %), des effectifs (+12 %) mais aussi des exportations (+44 %). Ainsi, l'acquisition permet d'accélérer le processus d'industrialisation de l'innovation portée par la start-up.

Ces estimations permettent aussi indirectement de quantifier la prévalence des « acquisitions prédatrices » parmi les start-ups françaises. On estime ainsi que moins de 6 % de ces acquisitions étaient motivées par un tel but.

- a. A. Gazaniol (2014), « Quel impact des fusions/acquisitions sur les performances des entreprises rachetées ? », *Document de travail de la DG Trésor*.
- b. La Commission européenne a récemment annoncé son intention d'accepter d'examiner les projets d'acquisitions après un renvoi par les autorités nationales sur la base de l'article 22 du règlement n° 139/2004 sur les concentrations, y compris pour ceux qui ne franchissent pas les seuils de notifications nationaux, ce qui permet de bien prendre en compte les start-ups dont la taille est normalement trop petite pour entrer dans le champ des seuils de notification (cf. Autorité de la Concurrence française, Communication du 15 septembre 2020).
- c. Cunningham C., Ederer F. et D. Ma (2019), "Killer Acquisitions", *SSRN Working papers*.
- d. Roulleau G., Hafied F. et C. Rachiq (2021), « Prises de participation financière dans les start-ups françaises : prédation ou développement ? », *Document de travail de la DG Trésor n° 2021/1*, février.

Au cours des dernières années, l'industrie du capital-risque a crû de manière sensible sous l'impulsion de Bpifrance<sup>19</sup>, qui couvre un spectre large du financement des start-ups<sup>20</sup>. Les levées de fonds réalisées par celles-ci ont atteint 5,4 Md€ en 2020, en croissance de 198 % depuis 2015 (cf. Graphique 4),

plaçant la France en 2<sup>ème</sup> position européenne<sup>21</sup> (Royaume-Uni inclus), malgré une certaine faiblesse sur le segment *late stage* en valeur absolue (en 2020, le montant cumulé des levées supérieures à 50 M€ ont atteint 6,5 Md€ au Royaume-Uni, 3,7 Md€ en

(19) En 2019, Bpifrance figure toujours dans le groupe de tête des fonds les plus actifs en Europe et se classe en 3<sup>ème</sup> position européenne par le nombre de participations à un tour de table lors de séries A et B avec 20 opérations (cf. Crunchbase news, (2020), "European Venture Report: VC Dollars Rise In 2019").

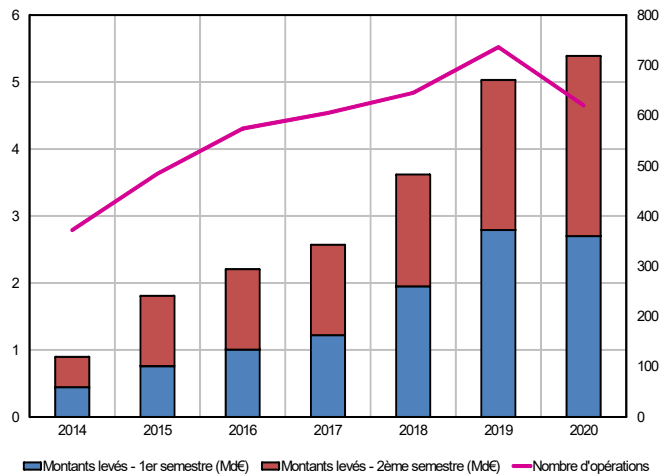
(20) L'offre de Bpifrance couvre l'ensemble des failles de marché du financement de l'innovation, par des instruments calibrés tant au niveau sectoriel (Fonds ambition numérique, fonds Innobio), qu'au niveau des différents stades de développement (Fonds French Tech Seed, fonds Large venture).

(21) Derrière respectivement le Royaume-Uni (12,71 Md€ levées par les start-ups britanniques 1 136 opérations) et devant l'Allemagne (5,25 Md€ levés par les start-ups allemandes en 372 opérations).



Allemagne et seulement 2,4 Md€ en France)<sup>22</sup>, néanmoins en voie de rattrapage (+89 % par rapport à 2019)<sup>23</sup>. Ces bons résultats sont notamment dus au volontarisme du Plan Tech qui a permis de sanctuariser les levées de fonds pendant la crise de 2020.

**Graphique 4 : Montants totaux levés en capital-risque par les start-ups en France (2015-2019) et nombre d'opérations réalisées**



Source : EY, (2021), « Baromètre du capital-risque en France ». Lecture : L'axe vertical droit correspond au montant global levé en capital-risque en Md€ par des start-ups françaises selon la période considérée. L'axe vertical gauche correspond au nombre d'opérations en capital-risque.

### 3.2 Le capital-risque européen demeure néanmoins largement en-deçà des industries du capital-risque américaines et asiatiques

En comparaison internationale, le capital-risque européen demeure largement en-deçà du capital-risque américain, en termes de montants comme

d'opérations. En 2019, les start-ups européennes (34 Md\$ en 2 893 opérations) ont levé près de quatre fois moins de fonds que les start-ups américaines (126 Md\$ levés en 8 712 opérations) et près de deux fois moins que les start-ups asiatiques (56,8 Md\$ levés en 2 645 opérations). Le déficit d'accès au capital-risque concerne surtout les levées de fonds importantes (*late stage*). La taille médiane d'une levée de fonds *late stage* était aux T3 2020 deux fois plus importante aux États-Unis qu'en Europe (Royaume-Uni inclus)<sup>24</sup>. Ceci s'explique notamment par les plus faibles encours des fonds de retraite présents en Europe et la plus forte aversion au risque des investisseurs institutionnels européens, sous-exposés aux valeurs technologiques (7 % des encours des organismes de placement en assurance-vie en France contre 19 % des encours des acteurs américains par exemple<sup>25</sup>). Cette moindre allocation peut s'expliquer au moins en partie par les règles prudentielles applicables aux assureurs qui pénalisent leurs investissements en actions non cotées. Celles-ci sont en effet associées à une charge en capital très importante dans le cadre prudentiel de Solvabilité 2. Les assureurs doivent être en mesure d'absorber une perte de valeur de 49 % sur les actions non cotées qu'ils détiennent, ce qui est beaucoup plus strict que ce qui est appliquée aux autres classes d'actifs. La faiblesse du segment *late stage* implique un risque de rupture de lien capitalistique de start-ups prometteuses financées en Europe au stade *early stage*, incitées ensuite à lever des montants plus importants auprès d'investisseurs extra-européens. Cela peut engendrer un décrochage<sup>26</sup> européen dans le nombre de licornes<sup>27</sup>.

(22) EY (2020), « Baromètre du capital-risque en France ».

(23) La mission confiée par le Ministre de l'Économie à Philippe Tibi devrait permettre de flécher 6 Md€ d'épargne gérée notamment par les sociétés d'assurance et de gestion d'actifs vers le capital-risque afin de constituer des fonds de taille critique capables d'investir des tickets plus substantiels à partir de 2020 (P. Tibi (2019), « Financer la quatrième révolution industrielle, Lever le verrou du financement des entreprises technologiques »).

(24) KPMG (2020), Venture Pulse, Q3.

(25) P. Tibi (2019), *Ibid.*

(26) En octobre 2020, l'UE 27 comptait 33 licornes sur un total de 491 licornes dans le monde (soit 7 % des licornes dans le monde), dont 12 en Allemagne et 7 en France (à date : Blablacar, Deezer, Doctolib, OVH, Meero, Mirakl, Voodoo). Notons que le Royaume-Uni, premier marché du capital-risque européen comptait 23 licornes, soit davantage que la France et l'Allemagne réunies. Les États-Unis dénombraient 236 licornes (soit 48 % des licornes dans le monde) et la Chine 119 licornes (soit 24 % des licornes dans le monde) (cf. CB Insights, (Octobre 2020), "The Global unicorn club").

(27) Une licorne est une entreprise entièrement financée par des capitaux privés (non cotée sur les marchés financiers d'actions) et valorisée un milliard de dollars (cf. European Commission, (2016) "How to Catch a Unicorn", JRC Technical Reports).

**Éditeur :**

Ministère de l'Économie,  
des Finances  
et de la Relance  
Direction générale du Trésor  
139, rue de Bercy  
75575 Paris CEDEX 12

**Directeur de la  
Publication :**

Agnès Bénassy-Quéré

**Rédacteur en chef :**

Jean-Luc Schneider  
(01 44 87 18 51)  
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

**Mise en page :**

Maryse Dos Santos  
ISSN 1777-8050  
eISSN 2417-9620

**Derniers numéros parus****Janvier 2021**

N° 275 De la France vers le monde : que révèle l'augmentation de l'émigration française ?

Marie-Apolline Barbara, Jean-Christophe Dumont, Gilles Spielvogel

**Décembre 2020**

N° 274 Vulnérabilité des approvisionnements français et européens

Christophe Bonneau, Mounira Nakaa

N° 273 Contribution de la destruction créatrice aux gains de productivité en France

Clémentine David, Romain Faquet, Chakir Rachiq

N° 272 Les déterminants économiques des crises sociales en Amérique latine

Colette Debever

<https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/tags/Tresor-Eco>



Direction générale du Trésor



@DGTrésor

Pour s'abonner à *Trésor-Éco* : [tresor-eco@dgtresor.gouv.fr](mailto:tresor-eco@dgtresor.gouv.fr)

*Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, des Finances et de la Relance.*