



## COMMISSION

### *SYSTÈME FINANCIER ET FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE*

---

Réunion du 11 mai 2017

PROJET D'AVIS.....	2
RAPPEL DE L'ORDRE DU JOUR.....	3
LISTE DES PARTICIPANTS.....	4
COMPTE RENDU DE LA RÉUNION.....	6
LISTE DES DOCUMENTS PRÉPARATOIRES.....	22
LISTE DES DOCUMENTS COMPLÉMENTAIRES.....	22

---

## PROJET D'AVIS

---

### COMMISSION SYSTÈME FINANCIER ET FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE du 11 mai 2017

#### Avis proposé au Conseil

#### Avis n° 1

Dans ses avis de moyen terme, le Cnis a mis l'accent sur la mise à disposition de données et d'analyses sur la compétitivité « hors coût » des entreprises comme l'investissement dans l'innovation et la recherche et sur le financement des entreprises, notamment des PME et TPE, et ses modalités. La séance du 16 novembre 2016 avait abordé un nouveau mode de financement de projets lié à la place croissante du numérique dans le développement économique : le financement participatif, ou *crowdfunding*. Cette séance du 11 mai 2017 a permis d'élargir le champ et de dresser un état des lieux des nouveautés en matière de financement des entreprises, en particulier en faveur de l'innovation, et de définir les pistes d'amélioration de sa mesure et de son étude pour la statistique publique.

Les besoins de financement des entreprises sont de natures diverses et cela est encore plus manifeste dans le domaine de l'innovation. Ainsi de nouveaux modèles d'affaires voient le jour, comme les start-ups, dont l'activité n'est pas adaptée au circuit de financement classique par crédit, notamment bancaire. S'est alors développée une chaîne de financement désignée sous le terme de « capital risque » ou « capital innovation » aux multiples acteurs et dispositifs, l'une des caractéristiques françaises étant l'importance du financement du capital-risque par des fonds publics.

La mesure statistique associée reste encore difficile compte tenu de cette multiplicité des sources de données, des organismes et des opérations. Les données de la Banque de France offrent un panorama global du financement des entreprises, sans qu'il soit toutefois possible de distinguer les nouveaux instruments de financement. Les associations professionnelles, telle que l'Afic (Association française des investisseurs pour la croissance), permettent de mieux cerner l'activité du capital risque en France, par la publication régulière de chiffres clés, réalisés à partir d'enquêtes auprès de leurs membres. Plusieurs cabinets de conseils diffusent également des données agrégées sur le capital risque qui permettent des comparaisons internationales, avec néanmoins des écarts importants par rapport aux sources nationales. Bpifrance met enfin à disposition des données détaillées sur les financements accordés (77 000 entreprises pour 22 milliards d'euros en 2016 par exemple).

Dans ce contexte en constante évolution, la commission ne peut qu'encourager le développement de la production de données et d'études, en lien avec les initiatives en cours. Elle souligne notamment l'intérêt qu'il y a à disposer de données à un niveau individuel, à l'image du dispositif mis en place par Bpifrance.

*Référence : avis généraux de moyen terme n° 5 et n° 24, avis de moyen terme n° 7 et n° 9 de la commission « Système financier et financement de l'économie », avis de moyen terme n° 3 de la commission « Entreprises et stratégies de marché ».*

---

COMPTE RENDU DE LA RÉUNION DE  
LA COMMISSION SYSTÈME FINANCIER ET FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

- 11 mai 2017 -

---

Président : Gunther CAPELLE-BLANCARD, Professeur, Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne

Rapporteurs : Ronan MAHIEU, Chef du département des comptes nationaux, Insee  
Delphine MOREAU, Direction des statistiques monétaires et financières, Banque de France

Responsable de la commission : Stéphane TAGNANI (01 41 17 67 04)

*RAPPEL DE L'ORDRE DU JOUR*

INTRODUCTION.....	6
I. PRÉSENTATION DE L'ENQUÊTE PATRIMOINE.....	6
II. L'INNOVATION : QUELLES RÉPONSES SPÉCIFIQUES DE FINANCEMENT ?.....	9
1. État des lieux et enjeux.....	9
2. Les financements alternatifs en faveur des PME-TPE.....	10
3. La performance et le poids économique du capital- investissement en France.....	12
4. Les actions de la Banque publique d'investissement.....	14
5. Financement des start-ups : quelles données pour quelles performances françaises ?..	16
6. Échanges avec la salle.....	18
7. Proposition d'avis.....	20

## Liste des participants

<b>Participants</b>	<b>Organismes</b>
Isabelle <b>ANXIONNAZ</b>	Secrétariat général du Conseil national de l'information statistique (Cnis)
Patrick <b>AUGERAUD</b>	Direction générale des finances publiques Commission d'échange image chèque
Vincent <b>AUSSILLOUX</b>	France Stratégie
Philippe <b>BAILLY</b>	Crédit Mutuel
José <b>BARDAJI</b>	Fédération française de l'assurance
Jennifer <b>BASTARD</b>	Confédération des petites et moyennes entreprises (CPME)
Catherine <b>BELLER</b>	Secrétariat général du Conseil national de l'information statistique (Cnis)
Juliette <b>BERTIAUX</b>	Chambre de commerce et d'industrie
Emmanuel <b>BOA</b>	Fédération des entreprises du recyclage
Jean <b>BOISSINOT</b>	Ministère de l'économie et des finances Direction générale du trésor
Jacques <b>BOURNAY</b>	Institut national de la statistique et des études économiques (Insee) Confédération générale du travail (CGT)
Gunther <b>CAPELLE-BLANCARD</b>	Université Paris 1 – Panthéon-Sorbonne
Jacques <b>COSNEFROY</b>	Fédération de la vente directe
Élodie <b>DESSART</b>	Syndicat unique des industriels de l'agroéquipement
Morgane <b>DOR</b>	Union nationale interfédérale des œuvres et des organismes privés sanitaires et sociaux (Uniojss)
Patrice <b>DURAN</b>	École normale supérieure Président du Conseil national
Alain <b>ELKAIM</b>	Unilend
Laurent <b>GASNIER</b>	Conseil économique social et environnemental
Andrée <b>GRANDFILS</b>	Délégation nationale à la lutte contre la fraude
Julie <b>LABARTHE</b>	Institut national de la statistique et des études économiques (Insee)
Axelle <b>LACAN</b>	Coe Rexecode
Thomas <b>LE DRET</b>	Groupe BPCE Banque populaire, Caisse d'épargne

Claire <b>LEGRAN</b>	France AgriMer
Lydie <b>LODIN</b>	Fédération des entreprises de propreté
Thibault <b>LUCIAK</b>	Fédération des entreprises du recyclage
Yara <b>MAKDESSI</b>	Secrétariat général du Conseil national de l'information statistique (Cnis)
Françoise <b>MAUREL</b>	Secrétariat général du Conseil national de l'information statistique (Cnis)
Delphine <b>MOREAU</b>	Banque de France
Dominique <b>MORENO</b>	Chambre de commerce et d'industrie de Paris Île-de-France
Michel <b>MOULIOM</b>	Banque de France
Laurence <b>NAYMAN</b>	Centre d'études prospectives et d'informations internationales (Cepii)
Frédéric <b>PAULIC</b>	Fédération bancaire française
Paul <b>PERPÈRE</b>	Association française des investisseurs pour la croissance
Simon <b>PONROY</b>	Association française des investisseurs pour la croissance
Pierre <b>PRADY</b>	Ministère de l'économie et des finances Direction générale du trésor
Marion <b>RIBEIRO</b>	Fédération Fromagers de France
Alain <b>SAVARY</b>	Syndicat unique des industriels de l'agroéquipement
Rachel <b>SELLAM-ERIH</b>	Ministère de l'économie, de l'industrie et du numérique Direction générale des entreprises
Yvon <b>SERIEYX</b>	Union nationale des associations familiales
Rosalinda <b>SOLOTAREFF</b>	Institut national de la statistique et des études économiques (Insee) Direction des statistiques démographiques et sociales
Stéphane <b>TAGNANI</b>	Secrétariat général du Conseil national de l'information statistique (Cnis)
Baptiste <b>THORNARY</b>	Banque publique d'investissement (Bpifrance)
Jean-Pierre <b>VILLETTELLE</b>	Banque de France
Anna <b>VINET</b>	Syndicat unique des industriels de l'agroéquipement

*La séance est ouverte à 14 heures 30 sous la présidence de Gunther CAPELLE-BLANCARD.*

## **INTRODUCTION**

**Gunther CAPELLE-BLANCARD**

Bonjour à tous. Cette séance est principalement consacrée au financement de l'innovation et à son approche statistique. Les différents intervenants traiteront des difficultés de l'accès à cette ressource essentielle pour l'économie. Avant d'examiner cette question, l'Insee nous présentera son enquête sur le patrimoine.

### **I. PRÉSENTATION DE L'ENQUÊTE PATRIMOINE**

**Julie LABARTHE, Insee**

Cette enquête microéconomique vise à décrire le patrimoine des ménages : leurs actifs financiers, leurs biens immobiliers, leur patrimoine professionnel, mais aussi résiduel, comme les biens durables et les objets de valeur. Nous observons les patrimoines brut et net, ainsi que l'endettement. Nous examinons les taux de détention, la distribution du patrimoine et tentons d'expliquer sa constitution.

L'enquête Patrimoine renseigne la partie française du HFCS (*Household Finance and Consumption Survey*), piloté par la Banque centrale européenne (BCE). Ce dispositif permet d'harmoniser les enquêtes patrimoniales au niveau de la zone euro.

L'Insee menait cette enquête tous les six ans depuis 1986. Sa fréquence est triennale depuis 2014. La dernière étude ayant eu lieu en 2014-2015, la prochaine interviendra en 2017. Afin d'en favoriser l'acceptation auprès des enquêtés, nous lui avons donné un nouveau titre : « Histoire de vie et patrimoine ».

Comme les deux précédentes éditions, elle s'inscrit dans un cadre européen et est conduite en partenariat avec la Banque de France. L'Insee en assure la maîtrise d'ouvrage et la maîtrise d'œuvre, mais la Banque de France est responsable de la transmission des données transcodifiées à la BCE.

Une enquête est nécessaire pour mesurer le patrimoine au niveau individuel. Les sources administratives ne permettent effectivement pas de connaître le patrimoine des ménages sur l'ensemble de la population et dans toutes ses composantes. Cette enquête permet également de collecter des éléments explicatifs, mais aussi d'appréhender une dimension non matérielle du patrimoine telle que les parcours scolaire, professionnel ou familial. Cette enquête répond à une forte demande sociale, qu'elle émane d'organismes internationaux ou de chercheurs.

Nous cherchons à connaître les différents types d'actifs et de passifs détenus par les ménages, à en mesurer les montants. Nous recensons la résidence principale, les emprunts et les diverses sortes de patrimoine. Nous nous intéressons aussi à la propension à consommer en fonction du niveau de patrimoine. Nous essayons enfin de comprendre la constitution du patrimoine par l'épargne, la donation, l'héritage et le parcours professionnel.

La dernière enquête de terrain s'est déroulée entre octobre 2014 et février 2015. Elle portait sur un total de 12 000 ménages de la France entière. Le questionnaire était très semblable à celui de l'édition précédente de 2009-2010. Cette stabilité est indispensable pour déterminer des évolutions et obtenir une production standardisée et efficace. Nous avons en effet à cœur de mettre à disposition nos résultats au grand public et de livrer les données à BCE le plus rapidement possible.

Pour 2014-2015, nous avons néanmoins procédé à un changement de méthode. Le patrimoine hors immobilier financier professionnel est désormais mesuré en tant que tel. Il est mieux connu qu'auparavant. Ce changement introduit une rupture de série. Pour observer les évolutions entre 2009-2010 et 2014-2015, les comparaisons doivent ainsi porter sur le patrimoine « hors reste ».

Les résultats de cette enquête ont déjà été diffusés. *Insee Première* a publié « Le patrimoine des ménages début 2015 » en novembre 2015 et « Entre 2010 et 2015, les inégalités de patrimoine se réduisent légèrement » en novembre 2016. Une vue d'ensemble d'*Insee Références* en juin 2016 détaillait notamment sur les motifs d'épargne. La BCE a publié un rapport en décembre 2016. Nous avons envoyé des fichiers

provisoires aux membres du groupe d'exploitation dès juin 2016. Les documents définitifs seront très prochainement diffusés au centre Quételet pour être mis à disposition de l'ensemble des chercheurs.

L'enquête permet d'établir des comparaisons au niveau européen. La BCE a ainsi étudié le patrimoine brut moyen des ménages des pays de la zone euro. Elle a notamment cherché à distinguer le patrimoine financier du patrimoine immobilier.

Les taux de détention selon le type de patrimoine présentent les caractéristiques suivantes. 90,1 % des ménages possèdent un patrimoine financier, notamment grâce à la large diffusion des livrets d'épargne et des livrets réglementés. 7,1 % disposent d'un portefeuille diversifié.

Le deuxième type de patrimoine est immobilier puisque 62,6 % des ménages détiennent ces biens. Environ 6 ménages sur 10 ont un patrimoine immobilier et financier.

Le patrimoine professionnel est enfin détenu par 15 % des ménages, essentiellement des indépendants ou d'anciens indépendants. 12 % des ménages détiennent les trois types de patrimoines tandis que 6 % des ménages n'ont aucun patrimoine.

Ces dernières années, la détention des valeurs à risque diminue au profit de valeurs plus sûres. Le taux de détention des valeurs mobilières est ainsi passé de 24,2 % en 2004 à 16,2 % en 2015. Le taux de détention de l'épargne retraite a inversement augmenté.

La répartition du patrimoine est plus inégalitaire que celle des revenus. Les 1 % les mieux dotés en patrimoine détiennent 16 % de la masse totale du patrimoine brut. Les 10 % les mieux dotés en patrimoine détiennent 47 % de la masse totale du patrimoine brut. Ces chiffres sont stables.

Nous préparons actuellement la prochaine enquête de terrain. Nous avons déjà procédé à des tests en 2016 et 2017. Le champ restera identique puisqu'il portera sur les ménages résidant en logement ordinaire de la France entière. Notre base de sondage est fiscale.

Pour l'édition 2017-2018, nous procéderons pour la première fois à une interrogation en panel. Les ménages enquêtés en 2014 seront ainsi réenquêtés en 2017. Nous disposons de 6 000 ménages dans la base et accueillerons 15 000 ménages entrants avec un suréchantillonnage des hauts patrimoines. Nous espérons disposer du même nombre de répondants. Le questionnaire reste inchangé pour les entrants.

Le panel sera rotatif sur quatre vagues. Chaque individu est interrogé en face à face tous les trois ans. Une enquête de suivi s'intercale entre chaque vague. Nous utilisons un panel pour améliorer l'explication en contrôlant des caractéristiques inobservables, pour étudier des transitions, établir des modèles de durée. L'enquête offrira toujours une représentativité transversale. Il reste néanmoins difficile d'assurer un suivi efficace des individus. C'est pourquoi nous procédons à des enquêtes intercalaires.

En première interrogation, nous interrogeons un ménage. Tous ses individus sont considérés comme panel. En réinterrogation, les ménages comprenant au moins un individu panel sont réinterrogés.

L'enquête de terrain aura lieu entre septembre 2017 et janvier 2018. Les résultats sur la détention sont attendus pour novembre 2018. Les données transcodifiées par la Banque de France seront transmises à la BCE en avril 2019. Les résultats sur les montants seront connus fin 2019. Nous diffuserons alors les fichiers détail aux chercheurs.

## **Gunther CAPELLE-BLANCARD**

Je salue la qualité et l'intérêt de cette enquête. Ses résultats sont surprenants, même si, à juste titre, vous insistez davantage, dans le cadre de cette commission, sur la méthode employée.

Je suis surpris par le niveau de patrimoine des Français. Il atteint près de 300 000 euros bruts en moyenne contre un million d'euros au Luxembourg. Nous avons évoqué la problématique des paradis fiscaux par le passé. Je suis également intéressé par l'importance des inégalités.

Nous observons une baisse du taux de participation sur une quinzaine d'années. Le résultat en panel permettra probablement de l'expliquer. Les enjeux sont majeurs en termes de macroéconomie et de finance. Cette enquête est beaucoup utilisée par les chercheurs.

### **Yvon SERIEYX, Union nationale des associations familiales**

Les données agrégées relatives aux catégories et au nombre d'enfants seront-elles disponibles ? Il serait souhaitable de disposer de résultats distinguant les familles de trois enfants des familles de quatre enfants et plus.

35 % des enfants à charge vivent effectivement dans des familles de trois enfants et plus. Cette catégorie est beaucoup trop importante. Nous nous interrogeons régulièrement sur la chute de la capacité d'épargne après le deuxième enfant. Ces données sont nécessaires pour étudier rigoureusement le phénomène.

La nouvelle appellation « Histoire de vie et patrimoine » suggère-t-elle que vous intégrerez l'ancienne enquête « Histoire de vie » de l'Insee ?

### **Jacques BOURNAY, Insee, CGT**

Les questions de patrimoine évoluent de manière relativement lente. De ce point de vue, il est dommage que les résultats de cette enquête ne soient pas comparables avec ceux des deux précédentes éditions. J'ai bien noté que vous aviez changé partiellement le questionnaire. Toutefois, les statisticiens savent effectuer des comparaisons raisonnables.

La distribution instantanée est importante, mais son évolution est toute aussi décisive. Je suggère à notre commission de réinterroger l'Insee et de l'inciter à établir des parallèles sur les sept ou huit dernières années. Les séries longues sont intéressantes en matière de patrimoine.

### **José BARDAJI, Fédération française de l'assurance**

Je partage l'enthousiasme exprimé par le Président CAPELLE-BLANCARD. Je relève aussi avec satisfaction les nouveautés introduites qui vont toutes dans le bon sens, à savoir une enquête plus fréquente (tous les 3-4 ans), la mise en place d'un panel rotatif et une surreprésentation encore plus forte des hauts patrimoines.

J'observe un écart historique entre les données de l'enquête Patrimoine agrégées et les données de la comptabilité nationale. Comment cette déconnexion a évolué lors de la dernière enquête et dans quelle mesure la surreprésentation à venir des hauts patrimoines contribuera-t-elle à le réduire ?

Ces résultats sont mis à disposition du centre Quételet. Je serais très intéressé de pouvoir les consulter. Dans quelle mesure les fédérations et les partenaires sociaux peuvent-ils avoir accès aux données désagrégées ou fines ?

### **Vincent AUSSILLOUX, France Stratégie**

Ces chiffres sont-ils disponibles au niveau du ménage et peuvent-ils être appariés avec des bases de données individuelles ?

### **Jean BOISSINOT, Direction générale du Trésor**

Je fais partie des anciens utilisateurs de cette enquête. Les progrès accomplis sont très utiles.

J'attire votre attention sur la catégorisation des types d'actifs. Vous opposiez notamment la détention de titres vifs et la souscription d'une assurance-vie sur le plan de la prise de risque. Ce faisant, on mélange les concepts juridiques et économiques. Il serait judicieux de mieux appréhender cette seconde dimension.

### **Rosalinda SOLOTAREFF, Insee**

Vous m'interrogez sur le nombre d'enfants. Ces informations sont disponibles dans la base de données individuelles diffusée. Nous exploitons simplement l'enquête à des niveaux plus agrégés.

Le nouveau titre « Histoire de vie et patrimoine » constitue essentiellement un changement de nom et non un changement de contenu. Notre enquête portait déjà sur cette dynamique de panel ainsi que sur le parcours professionnel.



Nous nous efforçons d'établir des comparaisons en série longue lorsque c'est possible et les diffusons sur le site de l'Insee.

Les données sont disponibles au niveau des ménages, mais aussi des individus. Nous essayons de déterminer quels sont les détenteurs du patrimoine et les caractéristiques de chaque produit. Cette enquête peut être étudiée à plusieurs niveaux.

### **Julie LABARTHE, Insee**

L'enquête Patrimoine et la comptabilité nationale présentent effectivement un écart significatif. Il est cependant moins grand pour la France que pour d'autres pays grâce à notre questionnaire détaillé, la surreprésentation des hauts-patrimoine et la rigueur de nos traitements statistiques. Il peut être dû à des différences conceptuelles, à un phénomène de sous-déclaration, et peut-être mais aussi au fait que les patrimoines extrêmement élevés ne peuvent être couverts. Nous avons mené un exercice de réconciliation en 2003-2004. Ces travaux sont fortement encouragés par Eurostat, l'OCDE et par la BCE.

### **Françoise MAUREL**

Je répondrai à la question sur la diffusion des données en tant que directrice de la diffusion de l'Insee. Jusqu'à la loi pour une République numérique, les données individuelles sous forme de fichiers de production et de recherche (FPR), c'est-à-dire de données individuelles anonymisées, mais suffisamment détaillées, étaient diffusées *via* le centre Quêtelet.

L'équivalent de ces données pouvait également être distribué au-delà de la sphère des chercheurs sous la forme de fichiers d'étude. Ils avaient le même contenu qu'un FPR, mais étaient obtenus moyennant la signature d'une licence d'usage à des fins statistiques.

La législation en vigueur depuis octobre 2016, quoiqu'elle promeuve l'ouverture des données publiques, présente des effets paradoxaux. Dès lors que des données sont transmises à un destinataire, elles doivent notamment être diffusées à l'ensemble des publics.

S'agissant de données anonymisées, mais qui peuvent présenter néanmoins un risque de rupture du secret statistique dans certains usages non statistiques, nous avons préféré suspendre leur diffusion sous forme de fichiers d'étude. Cette mesure est temporaire dans l'attente d'obtenir une sécurisation et de rédiger une nouvelle licence.

Il reste toutefois possible d'accéder aux données confidentielles *via* le comité du secret statistique, même si cette instance ne traitait à l'origine que les seules demandes des chercheurs. L'obtention de ces données n'est pas aisée pour les fédérations, mais n'est pas impossible.

### **Gunther CAPELLE-BLANCARD**

Depuis trois ans, la commission a toujours insisté pour que les données soient accessibles aux chercheurs, mais aussi aux journalistes, aux associations, aux ONG, aux syndicats, etc. Du moment que le secret statistique est respecté, il n'y a aucune raison que les fédérations ne puissent pas utiliser ces données et leur donner une valeur ajoutée.

## **II. L'INNOVATION : QUELLES RÉPONSES SPÉCIFIQUES DE FINANCEMENT ?**

### **1. État des lieux et enjeux**

**Delphine MOREAU, Banque de France**

Les entreprises soutiennent habituellement l'innovation par le recours à l'émission de titres et au financement bancaire. Ce dernier a diminué puisque sa part dans l'encours total de l'endettement des entreprises s'est réduite. Elle atteignait 71 % en 2007 contre 60 % aujourd'hui.

Le financement bancaire et le financement par titres ont évolué différemment. Les émissions d'obligations par les grandes entreprises ont connu un renouveau récent. La situation varie cependant suivant la taille de la société. Le financement bancaire représente ainsi la grande majorité de l'endettement des petites entreprises.

Les statistiques du service central des risques de la direction des entreprises montrent que les PME constituent la plus grande part des crédits bancaires supérieurs à 25 000 euros sur un montant total toutes tailles d'entreprises confondues de 900 milliards d'euros. La dynamique de l'émission de titres est essentiellement alimentée par les grandes entreprises.

La part des dettes bancaires dans le bilan des sociétés décroît également avec la taille des entreprises. Cette approche constitue une autre façon d'aborder cette question des encours d'endettement bancaire par rapport à l'ensemble du passif des entreprises selon leur importance.

Le programme de moyen terme du Cnis prévoyait une présentation des éléments de financement alternatifs ou désintermédiés pour les PME-TPE (très petites entreprises) et de leurs enjeux. Ces entreprises ont des activités et des tailles extrêmement variées. Il s'agit de start-ups, mais aussi de grands groupes qui ont isolé leur R&D dans de petites structures.

Dans ces conditions, la mesure statistique éprouve des difficultés à obtenir une vision claire des financements qui bénéficient à l'innovation de manière directe. L'innovation peut aussi bien être financée par un crédit de trésorerie que par des besoins en fonds propres. Nous avons par exemple précédemment étudié le financement participatif qui peut intervenir sous forme de crédit ou de capital.

Ces financements profiteront à la trésorerie, à l'équipement, mais aussi à l'immobilier. Certaines formes d'innovation peuvent effectivement se dissimuler derrière des encours de financement immobilier. Les besoins en innovation bénéficient ainsi d'un financement qui prend plusieurs sources, adopte de multiples formats et fait souvent intervenir de nombreux interlocuteurs.

Étant donné cette complexité ou cette diversité, on se doit de mener des actions qualitatives, notamment renforcer l'information donnée aux dirigeants des TPE. À cette fin, la Banque de France a créé un correspondant dédié à cette problématique. L'Observatoire du financement des entreprises publie aussi un support pédagogique destiné à aider les entrepreneurs dans leurs décisions à venir.

Il est également possible d'étudier les investissements sous forme d'OPC ou d'assurance-vie pour déterminer la destination finale de l'épargne des ménages. La part destinée aux sociétés non financières (SNF) est certes significative, mais reste limitée. L'un des enjeux consiste à orienter l'épargne des ménages vers les financements des entreprises françaises dans les financements alternatifs.

La France se distingue des États-Unis ou du Royaume-Uni qui sont plus dynamiques en matière de financement de l'innovation et des TPE. Dans ces pays, le financement en fonds propre et les encours stables sur une longue durée représentent une part plus importante dans l'endettement que les dettes bancaires et par titres.

La mesure statistique n'est pas évidente, car il existe rarement un label dédié à l'innovation. Citons néanmoins le fonds d'investissement NOVI, créé par la Caisse des dépôts et consignations, pour faciliter le placement des assureurs vers la croissance et l'innovation des PME-ETI (entreprises de taille intermédiaire). Il représente près de 600 millions d'euros.

Le caractère multisources du financement est ainsi inévitable. Lors d'une précédente présentation, nous avons montré dans quelle mesure le financement participatif reposait sur une information qualitative, c'est-à-dire que la décision d'investir reposait sur une description du projet. En revanche, la statistique finale agrégée d'encours des financements ainsi apportés ne fait plus apparaître cette information de nature qualitative.

## **2. Les financements alternatifs en faveur des PME-TPE**

**Jean BOISSINOT, Direction générale du Trésor**

Je traiterai davantage de l'innovation financière que du financement de l'innovation. S'agissant du financement de l'innovation, la première source réside souvent dans les fonds propres. Or la rétention du résultat passé de l'entreprise constitue la principale source de fonds propres. Cette dynamique interne propre à l'entreprise s'apprécie difficilement par l'étude des flux financiers.

Il est également délicat de faire se correspondre des instruments et des objets. Cette problématique renvoie à la notion de fongibilité des bilans des entreprises, mais aussi à la difficulté d'apprécier les stratégies financières des sociétés. C'est pourquoi ma présentation traitera davantage de l'innovation financière. Un

mouvement récent tend à développer de nouveaux instruments de financement qui correspondent mieux aux besoins exprimés par les entreprises.

Ces outils se développent avec en arrière-plan trois grands types de facteurs.

#### *La recherche de résilience du côté de l'offre comme de la demande*

Elle est consécutive à la crise qui a affecté la demande comme l'offre de financement. Les banques ont ainsi fait évoluer leur *business model* pour être moins dépendantes d'un refinancement de marché. Elles ont dû s'interroger sur leur repositionnement et sur les secteurs sur lesquels elles devaient se concentrer. Alors que les entreprises sont extrêmement diverses, le crédit bancaire restera la solution optimale de financement un grand nombre d'entre elles. Je pense notamment aux 450 milliards d'euros des PME. En revanche, d'autres types d'entreprises ou de financement peuvent voir intervenir de nouveaux acteurs. En tout état de cause, le développement d'instruments alternatifs contribue aussi à ce que les banques continuent de couvrir les segments où elles sont indispensables. La recherche de résilience concerne aussi les entreprises qui, pour certaines d'entre elles, se sont rendu compte de la difficulté d'être « monobancarisée » ou « bibancarisée ». Elles ont donc cherché à diversifier leur modèle de financement et sont montées en compétence pour adopter des financements jusque-là réservés aux grandes entreprises.

#### *Des facteurs fondamentaux*

Un environnement macrofinancier assez inédit, notamment en termes de taux, a poussé certains acteurs à développer de nouvelles activités. Le contexte prudentiel est également en cause.

#### *La disruption numérique*

Il est d'autant plus important qu'il commence à peine à s'exprimer. Il comprend deux dimensions. D'une part, de nouvelles possibilités de mise en relation font apparaître de nouveaux acteurs. D'autre part, de nouveaux usages des données permettent le développement de nouveaux instruments.

Il y a quelques années, les marchés actions et les marchés obligataires étaient principalement publics et répondaient surtout aux besoins des grandes entreprises et, à la limite, de quelques ETI voire PME très spécifiques. Le financement privé en fonds propres consistait dans du capital-investissement et dans du capital détenu par des personnes physiques comme des groupes familiaux. Enfin, en dette, ces financements privés se présentaient sous forme de crédits bancaires et de crédits spécialisés.

Certains types de produits se sont développés avec la crise : des plateformes en *equity* ou en dette, des placements privés en dette, une croissance du capital-investissement et des produits spécialisés étendus en volume et en types d'entreprise. On peut distinguer trois évolutions majeures.

#### *Les placements privés*

Un marché de placements privés pour les ETI est apparu en France. Il représente 4 à 5 milliards d'euros de production annuelle. Son développement est assez robuste. Il concernait d'abord les entreprises de taille moyenne. Il couvre maintenant les petites et moyennes ETI. La gamme de sociétés couvertes augmentera probablement peu. Ce financement est fortement lié aux conditions de refinancement bancaire et au coût relatif qu'une entreprise trouvera auprès de son banquier ou de ses investisseurs institutionnels. Les conditions de refinancement étaient favorables ces dernières années.

#### *Les plateformes de financement*

Elles se sont rapidement développées grâce à la mise en place d'un cadre réglementaire à partir de 2014, aussi bien pour les activités en prêt qu'en fonds propres. Ce modèle croît et se transforme. À l'instar de ce que l'on observe aux États-Unis ou au Royaume-Uni, les acteurs institutionnels sont de plus en plus présents dans ce secteur qui s'éloigne de son modèle initial de *crowdfunding* (financement participatif mobilisant directement des investisseurs particuliers) alors même que le cadre avait fixé des montants limités pour protéger le consommateur. Les TPE et les PME restent la cible principale de ces dispositifs.

#### *Les financements spécialisés*

Le développement de l'affacturage est probablement l'exemple le plus marquant. Il a connu une croissance à deux chiffres ces dernières années. De nouveaux acteurs apparaissent et remportent un succès réel. Il convient de distinguer deux évolutions : le développement « macro » de cette activité et le développement « micro » de ces acteurs. Le volume de créances racheté par une *fintech* comme Finexkap s'élève quelques dizaines de millions d'euros par an. À titre de comparaison, les encours affacturés ont dépassés les 235 milliards d'euros en 2015.

Remis en perspective, ces évolutions représentent quelques centaines millions voire milliards d'euros dans un ensemble de plus de 4 200 milliards d'euros. D'une manière générale, ces nouvelles pratiques dépassent rarement 5 % des encours macro correspondants

Au-delà de la taille encore réduite, nous sommes confrontés à des enjeux de catégorisation. Les nouvelles activités peuvent prendre des formes juridiques relativement variables et sont difficiles à situer avec des acteurs qui exercent la même activité, mais n'ont pas structuré leur modèle de la même manière ni reçu exactement le même type d'agrément.

Quoiqu'en partie conjoncturelle (on a observé des variations sur les années précédant la crise), la « désintermédiation » est réelle. La part des financements autres que le crédit bancaire dans l'endettement financier total est ainsi passée de 25 % en 2008, au début de la crise, à près de 40 % aujourd'hui. La part structurelle de ce développement, qui a varié par le passé, n'atteint pas 15 points, mais est significative. Cette désintermédiation doit permettre de renforcer la diversité des instruments, des modèles et des acteurs du financement. La direction générale du Trésor accompagne ce développement mais n'adopte pas *a priori* de cible la conduisant à viser un certain taux de désintermédiation et il n'existe pas de comparaison normative en *benchmark* : ce développement obéit plutôt à une logique de recherche de résilience permettant une certaine fluidité. Nous portons un enjeu de résilience. Nous voulons construire un modèle robuste, flexible et ouvert à l'innovation. Cette réalité pose des problèmes statistiques. La collecte historique est en effet généralement définie en fonction de catégories établies. C'est pourquoi il est difficile d'appréhender l'innovation.

Le travail repose souvent sur une collecte *ad hoc*. Sur ce plan, je salue le travail de fédérations comme l'Afic. Elle est capable de décrire précisément les évolutions de sa population. Nous sommes aussi confrontés à des enjeux de frontières en termes de formes juridiques des acteurs. Face à ce paysage varié, une ordonnance prise l'été dernier a confié à la Banque de France une nouvelle mission fondamentale : assurer le suivi du financement des entreprises. Elle dispose des outils pour recueillir ces données.

Dans cette commission, nous examinons les instruments et les acteurs du financement externe. Il est d'ailleurs possible de croiser les informations suivant les deux approches. Le crédit interentreprises est néanmoins l'un des principaux enjeux dans le pilotage du financement de ces sociétés. Nous ne disposons pas de suffisamment d'informations sur ce point pour comprendre leurs différentes stratégies.

### **3. La performance et le poids économique du capital-investissement en France**

**Paul PERPÈRE, Afic**

Chaque année, le Département des études économiques de l'Afic réalise quatre études récurrentes :

*sur l'activité du capital-investissement :*

présentée en mars et en octobre, elle mesure les levées de fonds, les investissements et les désinvestissements réalisés par les 300 sociétés de gestion membres de l'Afic. Elles représentent la quasi-totalité du capital-investissement en France ;

*sur la performance :*

présentée fin juin, elle mesure le TRI (taux de rentabilité interne) et les multiples du capital-investissement français ;

*sur la croissance et la création d'emploi :*

présentée en décembre, elle porte sur les entreprises françaises accompagnées par le capital-investissement ;

*sur la création de valeur :*

elle concerne les entreprises accompagnées en capital-transmission. Elle permet de mieux caractériser d'où vient la valeur ajoutée par l'investisseur en capital dans l'entreprise qu'il accompagne au cours des années.

*.a Chiffres clés du capital-investissement*

La dernière étude d'activité a été présentée fin mars 2017. Elle porte sur l'année 2016. Toutes nos études sont directement accessibles sur le site de l'Afic. L'année 2016 a constitué un record en termes de levées

de capitaux. Avec 14,7 milliards d'euros, nous avons atteint un niveau inégalé. Ce chiffre représente une croissance de 51 % par rapport à 2015.

Nous mesurons l'origine de ces 14,7 milliards d'euros levés en 2016 par catégories de souscripteurs. 22 % proviennent des compagnies d'assurances et des mutuelles, 19 % des fonds de fonds, 15 % des personnes physiques et des *family offices* (dont 762 millions d'euros pour les FIP et les FCPI), 12 % des caisses de retraite, 11 % des fonds souverains, 10 % des banques, 7 % du secteur public (dont Bpifrance) et 2 % d'industriels.

Nous étudions également l'origine géographique de ces capitaux. 55 % correspondent à de l'épargne domestique nationale et 45 % ont une source étrangère. Ce chiffre fournit une indication très puissante de la confiance que les investisseurs étrangers placent dans le capital-investissement français. Ces fonds sont effectivement confiés aux gérants français pour des périodes très longues. Ils forment donc le pari que la France connaîtra une croissance dans les prochaines années et que ces gérants pourront leur distribuer un rendement élevé.

Après les levées de capitaux, examinons les investissements depuis 1996. Nous avons investi 12,4 milliards d'euros en 2016. Le record de 2007 est presque battu. Cette série statistique sur vingt ans montre la progression significative du capital-investissement français depuis quatre ans. Nous investissons en moyenne dans 1 600 sociétés par an au titre des premiers investissements et des réinvestissements. Ce chiffre a considérablement progressé en 2016 puisqu'il atteignait pratiquement 1 900 entreprises.

85 % des entreprises dans lesquelles nous investissons sont basées en France. Elles représentent 71 % des capitaux à notre disposition. En 2016, l'investissement a été soutenu sur tous les segments d'activité du capital-investissement. Le capital-innovation et le capital-développement connaissent une bonne progression. Elle est plus significative pour le capital-transmission. Le capital-retournement reste malheureusement assez faible en France.

Le capital-innovation représente plus de 600 entreprises, en majorité des start-ups technologiques. Le capital-développement atteint 922 sociétés. Les deux classes couvrent les investissements réalisés à titre minoritaire. En revanche, le capital-transmission désigne des entreprises dans lesquelles le capital est souscrit à titre majoritaire.

Nous mettons également à votre disposition une e-cartographie du capital-investissement. Elle mentionne les chiffres du stock d'entreprises accompagnées par des fonds d'investissement, le cumul des investissements dans les années passées et le chiffre de l'investissement de l'année. L'Île-de-France figure évidemment en tête. Toutefois, Auvergne-Rhône-Alpes obtient également d'excellents résultats.

#### *.b Impact économique et social du capital-investissement à fin 2015*

Nous évaluons l'impact économique et social à partir de la mesure de la croissance des chiffres d'affaires des entreprises présentes dans les portefeuilles des fonds de capital-investissement. Elle correspond à environ trois fois le niveau du PIB. En partant d'une base 100 fin 2009, nous atteignons 133,2 pour ces sociétés contre 112,5 pour l'ensemble de l'économie nationale. La croissance est donc trois fois supérieure.

Nous mesurons également la croissance des effectifs. Elle représente + 3,8 % entre 2014 et 2015. Les entreprises des portefeuilles des fonds de capital-investissement ont ainsi créé plus de 250 000 emplois entre 2010 et 2015. Nous comparons cette évolution au secteur marchand en général.

#### *.c Performance nette du capital-investissement à fin 2015*

La performance du capital-investissement est mesurée par deux instruments : le TRI et le multiple. Fin 2015, le TRI s'élève à 10 % alors que le multiple atteint 1,48. Nous présentons aussi la dispersion de la performance par quartile. Il est effectivement intéressant de connaître les risques encourus et les profits envisageables.

#### *.d Chiffres clés du capital-innovation*

Le capital-innovation, qui constitue une part importante du capital-investissement, vous intéresse davantage aujourd'hui. Nous l'étudions depuis 2006. En 2016, 634 entreprises ont été financées en capital-innovation. La progression est assez significative puisque ce total atteignait presque 500 sociétés en 2015. Nous avons

battu le record de montant investi en 2016. Il est de 15 % supérieur à celui de 2015. L'évolution sur le long terme montre la difficulté qu'a connue le capital-investissement pour recouvrer son niveau antérieur à la crise de 2008.

Les secteurs économiques privilégiés par le capital-innovation sont, par ordre d'importance, l'informatique et le numérique, suivi par le médical et les biotechnologies, les biens et services industriels et chimie, les biens et services de consommation, l'énergie, les télécommunications, etc.

#### *.e Impact économique et social du capital-innovation à fin 2015*

80 % des entreprises soutenues en capital-innovation sont françaises. Cet ensemble constitue un stock de 1 088 entreprises dont 104 pour le reste du monde et 190 dans le reste de l'Europe. La répartition régionale, qui figure également sur e-cartographie, met aussi en exergue la prépondérance de l'Île-de-France. La répartition sectorielle montre également la part très substantielle qu'occupe le numérique dans le capital-innovation. Le secteur médical et biotechnologique suit. Malgré la part prépondérante des start-ups du numérique, ce soutien est assez diversifié.

#### *.f Performance nette du capital-innovation à fin 2015*

La progression de la performance nette est assez sensible. Le TRI atteignait 1,6 % fin 2015. Il s'élève à 2,6 % sur dix ans, à 5,7 % sur cinq ans et à 8,5 % sur les trois dernières années. Autrement dit, la performance des fonds de capital-innovation s'améliore très sensiblement au titre des derniers investissements réalisés.

### **4. Les actions de la Banque publique d'investissement**

#### **Baptiste THORNARY, Bpifrance**

L'innovation reste un phénomène difficile à caractériser, même si nous disposons de différents indicateurs de moyens et de résultats. Les entreprises concernées sont particulièrement dynamiques et importantes pour notre économie. Les enquêtes de conjoncture PME de Bpifrance font clairement apparaître cette population. Elles sont semestrielles et portent sur un échantillon d'environ 5 000 sociétés. Nous les interrogeons sur leur activité, leurs effectifs, leurs investissements, leur trésorerie, etc.

Un tiers de ces 5 000 répondants sont des entreprises innovantes. Elles sont régulièrement « surperformantes » par rapport aux autres PME, en termes par exemple d'évolution de leurs effectifs. Nous avons envie de soutenir ces sociétés. Elles ont besoin de notre appui, car elles sont notamment confrontées à des problèmes bien connus de défaillance de marché. Ce soutien public peut consister dans des mesures liées à la fiscalité ou à la propriété intellectuelle, mais aussi au financement. Bpifrance intervient alors.

En 2016, Bpifrance a soutenu 77 000 entreprises pour un total de 22 milliards d'euros. Nous employons différents instruments pour intervenir du haut de bilan, avec le capital-investissement, au bas de bilan, en passant par des financements de moyen et de long terme. Quelles sont, parmi ces actions, celles qui relèvent du financement de l'innovation ? On peut distinguer deux approches pour caractériser l'innovation.

La première prend en compte des critères de moyens ou de résultats. Malheureusement, ces caractéristiques sont rarement remontées par les financeurs. Ils ne sont pas importants dans les *process* d'octroi et n'entrent pas dans les systèmes d'information. Il est impossible au final de savoir si l'on a financé des entreprises innovantes ou pas. Tout financement d'entreprise innovante, pour l'achat d'un véhicule ou pour un crédit de trésorerie, doit-il d'ailleurs être considéré comme un financement de l'innovation ?

La seconde approche est plus restrictive. Elle porte sur les caractéristiques des projets et des outils de financement dédiés. Ils sont destinés à répondre à ces fameuses défaillances de marché. Tel est notamment le cas de l'investissement en fonds propres, des subventions, des avances remboursables, des prêts bonifiés, etc. Pour définir par cette approche les enjeux macroéconomiques du financement de l'innovation, il faut recenser les programmes concernés. Bpifrance en regroupe un grand nombre. Nous sommes donc susceptibles de mener cette étude.

Une partie de notre activité, correspondant aux 22 milliards d'euros précédemment évoqués, se décline en trois blocs.

### *Les financements dédiés directs*

Bpifrance est alors en relation directe avec l'entreprise, c'est-à-dire que le financement sort directement de Bpifrance pour aller dans les comptes de l'entreprise.

### *Les financements dédiés indirects*

Le soutien de Bpifrance est intermédié par un acteur du financement. Par exemple, une banque de la place octroie un prêt classique et sollicite notre garantie. Nous partageons ainsi le risque avec l'établissement bancaire et assumons conjointement la perte finale en cas de défaut de l'entreprise. Nous intervenons également de manière indirecte en fonds propres par l'intermédiaire de « fonds de fonds ». Bpifrance n'est pas investisseur direct au capital des entreprises mais souscripteur dans les fonds de capital innovation français qui investissent au capital des PME.

### *Les financements non dédiés*

Nous les examinerons ensuite.

Parmi les financements dédiés directs, nous distinguons trois grands ensembles :

- nos aides à l'innovation sont des programmes adossés aux dotations budgétaires de l'État ou à des fonds PIA (programme d'investissements d'avenir), européens ou régionaux. Ce sont des produits sous formes de subventions, d'avances remboursables et de prêts bonifiés. Ils peuvent financer des projets individuels d'innovation et des projets collaboratifs (consortium, grands groupes, PME, laboratoires) ;
- nos prêts de développement portent sur un moyen long terme de sept ans. Ils sont classiques à ce détail près qu'ils sont non « collatéralisés » (pas de prise de garantie sur l'entreprise/dirigeant). Ce point est très important. L'entreprise innovante éprouve souvent des difficultés à mobiliser des collatéraux pour financer son projet qui passe par des dépenses immatérielles. Ces dispositifs (aides à l'innovation/prêts) disposent de critères d'octroi extrêmement précis et ciblés qui nous assurent de financer de l'innovation. Bpifrance possède un réseau de chargés d'affaires et d'experts. Ils nous permettent de sélectionner ces projets ;
- le capital-innovation correspond à une partie de notre activité d'investissement en fonds propres en direct. Nous disposons chez Bpifrance d'investisseurs spécialisés dans les écotecnologies, les biotechnologies, le numérique, etc. Les start-ups financées ne doivent pas répondre à des critères d'innovation précis. Néanmoins, et malgré leur jeune âge, environ 80 % des start-ups investies en 2016 avaient déjà bénéficié d'une aide à l'innovation de Bpifrance, attestant de fait du caractère innovant des projets financés par ce canal.

Ces financements dédiés directs correspondent à 1,4 à 1,5 milliard d'euros. Lorsque notre communication financière traite du financement de l'innovation chez Bpifrance, nous communiquons essentiellement sur cette activité.

Parmi les financements dédiés indirects, nous distinguons deux ensembles :

- nous garantissons des prêts bancaires. Des offres de financement bancaire privé de l'immatériel s'adossent notamment sur le fonds de garantie dédié aux projets innovants. Cet ensemble représentait 130 millions d'euros et 1 000 entreprises en 2016. Ces entreprises sont innovantes, les trois quarts ont d'ailleurs antérieurement bénéficié d'un soutien en innovation direct de Bpifrance ;
- le capital-innovation, c'est-à-dire l'approche indirecte *via* les « fonds de fonds », représente un enjeu d'environ 400 millions d'euros par an. Ce montant est relativement important à l'échelle du marché du capital innovation en France. Ces investissements sont réalisés par des fonds dont Bpifrance est souscripteur (Bpifrance a une part minoritaire dans ces fonds).

Ces enjeux représentent donc au total 500 millions d'euros supplémentaires pour le financement de l'innovation.

Enfin, je décrirai brièvement les soutiens en financement non dédiés. Toute la question consiste à savoir s'ils ne correspondent pas *in fine* à du financement de l'innovation :

- nous exerçons une importante activité de garantie de prêts à la création d'entreprises. Elles sont évidemment innovantes ou non. Nous avons tenté d'examiner la part de ces entreprises disposant d'un soutien à l'innovation. Elle est très faible et correspond à environ 2 % des 33 000 entreprises soutenues en création sur une année. En revanche en niveau, cela correspond au nombre d'entreprises innovantes investies en fonds propres de manière directe et indirecte sur une année ;

- nous disposons également de gammes plus larges de prêts pour financer des dépenses immatérielles. Pour cette activité, nous vérifions aussi qu'une partie relève du financement de l'innovation, même si nous ne savons pas la déterminer avec précision.

En résumé, Bpifrance contribue à mobiliser *a minima* 2 milliards d'euros par an au financement de l'innovation pour environ 7 000 entreprises à travers des soutiens dédiés.

Ces chiffres doivent être replacés dans le contexte global du marché du financement en France. Sur les 2 milliards d'euros concernés, environ 500 millions d'euros de prêt bancaire se retrouvent dans les statistiques de la Banque de France. Ce montant est négligeable au regard de la production annuelle de crédits aux entreprises qui s'élève à 280 milliards d'euros. Nous ignorons la portion qu'occupent les projets d'innovations financés dans ce total.

Une bonne part de notre activité réside dans les aides : les subventions, les avances remboursables et les prêts bonifiés. Bpifrance n'est pas le seul acteur à distribuer ce type de produits. C'est pourquoi il est difficile de déterminer quelle est notre place parmi la multitude de programmes de soutien à l'innovation. La Cnepsi (commission nationale d'évaluation des politiques d'innovation) a publié un rapport. Son panorama des dispositifs nationaux de soutien à l'innovation en 2014-2015 fait apparaître la grande atomicité de ces mécanismes. Cet organisme en a dénombré plus d'une soixantaine.

Le marché du capital-innovation regroupe différents types d'acteurs : les fonds fiscaux, les fonds de capital-innovation de Bpifrance, des fonds de capital-innovation dont Bpifrance est souscripteur, des fonds de capital-innovation dont elle n'est pas souscripteur. En 2016, cet ensemble représentait 874 millions d'euros investis dans le capital des entreprises selon l'Afic. Au travers de ses fonds directs et affiliés, Bpifrance couvre environ les deux tiers de ce marché.

Au côté des fonds d'investissement, il existe aussi des cofinanceurs et des coinvestisseurs. Ils apparaissent dans les données relatives aux levées de fonds par les start-ups françaises. Il existe différents baromètres de cette activité : EY, Pitchbook, CB Insight. Les enjeux financiers sont beaucoup plus élevés. Ils représentent au moins le double du capital-innovation français mesuré par l'Afic. Il est toutefois difficile de les appréhender précisément. Les fonds étrangers concernés ne sont pas adhérents de l'Afic et ne figurent pas dans nos statistiques.

Lorsque Bpifrance traite de l'innovation, elle fait principalement référence aux financements dédiés directs de 1,4 milliard d'euros par an. Les données correspondantes figurent dans son rapport d'activité publié en février-mars. Elle communique néanmoins les données relatives aux investissements en fonds propres indirects à l'occasion d'un événement annuel organisé en novembre regroupant tous les fonds de capital investissement dans lesquels Bpifrance est souscripteur. Depuis 2014, elle met à disposition d'équipes de recherche l'ensemble de ses données individuelles en lançant des appels à projets annuels *via* [www.bpifrance-lelab.fr](http://www.bpifrance-lelab.fr). Ces données peuvent être appariées avec d'autres bases de données statistiques *via* le CASD (centre d'accès sécurisé aux données). 11 projets sont actuellement sélectionnés.

## **5. Financement des start-ups : quelles données pour quelles performances françaises ?**

**Vincent AUSSILLOUX, France Stratégie**

La France est confrontée à un manque de compétitivité hors prix. Comme l'a récemment noté le Conseil d'analyse économique (CAE), celle-ci s'est notamment dégradée à partir de 2008. La baisse des marges au cours des années 2000 a réduit notre aptitude à investir et à innover. La capacité d'investissement de nos entreprises s'est toutefois maintenue. Telle n'est donc pas la source de cette dégradation.

Les principaux facteurs sont relatifs à la compétence de la main-d'œuvre et à la qualité du management. Sur ces points, la position de la France se dégrade. Notre pays souffre aussi d'un renouvellement insuffisant de son tissu productif, ses entreprises éprouvant des difficultés à grandir. Face à la difficulté de trouver des financements, elles se font absorber par des grands groupes. La différence de l'âge moyen des capitalisations boursières entre la France et les États-Unis a doublé en quinze ans.

On peut également mettre en cause une insuffisance de l'innovation et de l'investissement privé, ainsi que des performances relativement médiocres des entreprises françaises dans l'appropriation des technologies de l'information et de la communication (TIC). Si ces dernières se diffusent bien dans le mode de vie des ménages, nous accusons un retard certain dans leur usage par les entreprises.



Les leviers d'action pour surmonter ces difficultés sont bien connus. Ils consistent à améliorer la performance du système éducatif, notamment de la formation tout au long de la vie. Il est aussi nécessaire de simplifier la réglementation, en particulier le droit des faillites, et d'améliorer le financement de la croissance des entreprises. Ces leviers sont toutefois difficiles à actionner. Leur mise en œuvre prend du temps. Or la France a urgemment besoin de redresser sa compétitivité, comme en témoignent les derniers chiffres du commerce extérieur.

Le secteur du numérique constitue une opportunité clé pour régénérer le tissu productif français. L'ensemble des secteurs économiques sont toutefois concernés : les *greentechs*, les *biotechs*, les *medtechs*, les *fintechs*, les objectifs connectés et l'intelligence artificielle (IA). L'Europe est également distancée. Elle ne compte que 15 « licornes » contre 90 aux États-Unis et 31 en Asie. 5 des 10 premières capitalisations américaines, à commencer par Apple, sont d'anciennes start-ups.

Le financement des start-ups est essentiel. Toutefois, le système bancaire est mal adapté à l'accomplissement de cette tâche. Ces entreprises n'ont en effet pas de passé bancaire et suivent de nouveaux modèles d'affaires difficiles à évaluer. C'est pourquoi 42 % des entreprises fondées aux États-Unis depuis 1974 sont financées par du capital-risque. Elles représentent aujourd'hui 85 % des dépenses de R&D aux États-Unis.

Nous disposons de deux sources pour mesurer le capital risque : l'étude Thomson Reuters utilisée par l'OCDE et Eurostat ; l'étude Dow Jones utilisée par EY. Elles font apparaître des écarts assez substantiels, pouvant varier du simple au double. La France met en œuvre 2 milliards d'euros de financement en capital-risque selon EY et près de 900 millions en 2016 selon l'AFIC. Rapporté au PIB, même en prenant la fourchette haute, ce montant est quatre fois inférieur à celui constaté aux États-Unis ou en Chine.

La variation de ces données s'explique par l'adoption de définitions différentes. Dow Jones se focalise sur une définition de la start-up en termes d'étapes de développement alors qu'EY isole un type d'entreprise dont la croissance est rapide et risquée. L'écart entre ces études et l'enquête de l'Afic sont difficilement compréhensibles. Nous serions fortement intéressés par la mise en œuvre par la Cnis d'un travail de clarification à ce sujet.

#### **Paul PERPÈRE, Afic**

Vous souligniez la divergence de mesure du capital-innovation par EY, l'Afic ou InvestEurope. Il est effectivement tout à fait naturel que cette problématique intéresse en particulier cette commission. L'Afic a publié le 28 mars 2017 les chiffres de cette activité pour 2016. Elle comptabilise 874 millions d'euros d'investissement pour 634 entreprises financées. Ce chiffre est très éloigné des 2,2 milliards d'euros évoqués par Franck SEBAG pour EY. Pourquoi ?

Elle s'explique pour partie par la variété de nos définitions et par son effet dans la mesure du capital-innovation. L'Afic adopte une définition *stricto sensu*. Elle considère l'investissement en capital-innovation comme intervenant de façon minoritaire dans des start-ups n'ayant pas encore atteint leur seuil de rentabilité. Par conséquent, dès que ce seuil est atteint, l'Afic considère que le capital-investissement devient du capital-développement.

Ces définitions *stricto sensu* sont évidemment auditées. On peut considérer que notre donnée est « minorante », mais elle est parfaitement exacte au regard des définitions que nous avons posées dès l'origine. Concernant InvestEurope, la divergence d'appréciation ne s'explique pas par la définition, mais par le périmètre géographique. Cet organisme confond effectivement les données de différents pays : la France et le Benelux, l'Allemagne, l'Autriche et le Liechtenstein, le Royaume-Uni et l'Irlande, etc.

Pour en revenir à EY, ses responsables allèguent le fait que les États-Unis confondent eux-mêmes le capital-investissement et le capital-développement. Il convient donc d'être attentif à ces divergences pour établir des comparaisons entre la France ou l'Europe et les États-Unis. Quels que soient le périmètre et le repyramidage de nos études, le capital-innovation reste cinq à six fois supérieur aux États-Unis par rapport à la France. Ce problème ne concerne pas que notre pays, qui atteint des niveaux comparables au Royaume-Uni et à l'Allemagne, mais l'Europe tout entière.

## 6. Échanges avec la salle

### **Gunther CAPELLE-BLANCARD**

Le secteur du capital-innovation est bouillonnant. La production de données est conséquemment tout aussi bouillonnante. Cette réalité nous confronte à un problème classique de normalisation, de définition, de conceptualisation. La commission est fréquemment confrontée à ce problème, notamment lorsqu'elle traite du microcrédit, de l'investissement socialement responsable, etc. La réunion de plusieurs acteurs doit précisément les amener à réfléchir sur les chiffres, sur l'harmonisation de la définition et de la production des données.

La production de données n'appartient plus uniquement à la statistique publique. Suite au développement du *big data*, nous avons besoin d'une production de données privée. Cet enjeu n'existait pas il y a une dizaine d'années ou même il y a cinq ans. À l'époque, nous avons comme principaux interlocuteurs l'Insee et la Banque de France. Je mets régulièrement en exergue cette nouvelle donne. Elle détermine notre programme de moyen terme, ainsi que l'ensemble des travaux du Cnis et de cette commission.

Je souhaite poser deux questions. Premièrement, vous avez évoqué l'ordonnance relative à la Banque de France du 27 juillet 2016. Je n'en ai pas connaissance. Pouvez-vous nous apporter des précisions à son sujet ? Deuxièmement, l'Afic pourrait-elle mettre à disposition des données individuelles, à l'instar de ce que fait Bpifrance depuis 2014 ?

### **Morgane DOR, Uniopss**

Depuis la loi relative à l'économie sociale et solidaire de 2014, la frontière de ce secteur avec le monde de l'entreprise est de plus en plus brouillée. On parle d'entreprises sociales, de start-ups sociales, d'innovations sociales pour les différencier de l'innovation technologique.

Que représente aujourd'hui l'innovation sociale dans le financement de l'innovation en général ? Cette part semble difficile à déterminer. Vous avez souligné l'existence d'une myriade de financements. Depuis un ou deux ans, on constate l'apparition de nouveaux modes de financement de l'innovation sociale. De nouveaux fonds se créent. Bpifrance est devenue un interlocuteur de l'économie sociale et solidaire.

La commission envisage-t-elle d'étudier cette innovation sociale ? L'Uniopss souhaiterait contribuer à son étude.

### **Gunther CAPELLE-BLANCARD**

Votre question s'adresse aussi à la cellule du Cnis. Discutons de la possibilité de traiter de ce sujet ensemble lors d'une prochaine commission.

### **Jean BOISSINOT, Direction générale du Trésor**

À propos des difficultés soulevées par les comparaisons statistiques internationales, je souhaiterais faire référence au « syndrome du lampadaire ». On considère souvent que l'économie française est fermée sur elle-même. Or elle accueille une activité importante, souvent transfrontalière, en matière de capital-investissement.

Les divergences s'expliquent, me semble-t-il, par le fait que nous mesurons, dans un cas, l'activité des sociétés de gestion françaises, dans l'autre, les entreprises françaises financées. La volonté de faire trop se correspondre les financeurs et les financés français nous conduit à ne pas prendre en compte près d'un tiers de l'activité et même beaucoup plus sur certains segments.

### **Jennifer BASTARD, Confédération des petites et moyennes entreprises (CPME)**

Ma question s'adresse à Bpifrance. Vous évoquiez le soutien de 77 000 sociétés pour un total de 22 milliards d'euros. Comment ces aides se distribuent-elles par taille d'entreprise ?

### **Baptiste THORNARY, Bpifrance**

Je ne dispose pas ici de ces chiffres. Je ne saurais vous fournir qu'un ordre de grandeur. Ces 22 milliards d'euros regroupent nos interventions directes, confiées à nos chargés d'affaires, et nos interventions indirectes. Ces dernières sont assez importantes en termes de nombre d'entreprises soutenues.

La garantie crédit bancaire représente notamment plus de la moitié du nombre d'entreprises soutenues chaque année et est très fortement orientée vers les TPE. Au final, sur 77 000 entreprises, nous comptons environ 70 % de TPE, 25 % de PME, le reste consistant dans des ETI.

### **Vincent AUSSILLOUX, France Stratégie**

J'ai bien conscience que les données de l'Afic servent de source à InvestEurope, à l'OCDE et à Eurostat. Je ne mettais pas en cause une différence de chiffres, mais plutôt de concepts. Dans votre rapport de mars, vous ne fournissez pas une définition du financement des start-ups telle qu'elle figure sur le site d'InvestEurope.

En revanche, avec EY, nous sommes bien confrontés à une divergence de données sources. Vos définitions du financement des start-ups diffèrent. Dans ce cas, il s'agirait, si ce n'est de réconcilier ces approches, du moins d'introduire davantage de transparence dans les deux approches, afin de pouvoir avoir accès à l'ensemble des données.

Je signale la publication récente, par France Stratégie, de « Mobiliser l'épargne pour le financement des start-ups ». L'objectif vise évidemment à attirer les capitaux étrangers. Toutefois, si la France développe sa capacité de financer ce type d'entreprise, elle attirera également des porteurs de projets. Le problème actuel consiste moins à financer la création de sociétés, car notre pays est assez performant dans ce domaine, qu'à leur permettre de croître. Ce second aspect constitue un vrai problème.

Nous avons également publié hier un rapport intitulé « Mettre la fiscalité de l'épargne au service d'une croissance durable ». Ce sujet est plus vaste que celui du financement de l'innovation. Je suppose toutefois que cette réflexion est susceptible d'intéresser beaucoup de personnes ici présentes.

### **Gunther CAPELLE-BLANCARD**

Qui peut m'apporter des précisions sur cette ordonnance relative à la Banque de France ?

### **Jean BOISSINOT, Direction générale du Trésor**

La loi confie à la Banque de France un certain nombre de missions fondamentales. À ce titre, elle est fondée à demander communication de toute information utile. En rajoutant le suivi du financement des entreprises parmi ces missions fondamentales, nous avons sécurisé la base juridique sur laquelle cette institution peut entreprendre de nouvelles collectes.

### **Gunther CAPELLE-BLANCARD**

Comment cette ordonnance est-elle perçue au sein de la Banque de France ?

### **Jean-Pierre VILLETTELLE, Banque de France**

Elle nous fournit un support juridique face au développement de nouvelles sources d'information et nous habilite à obtenir ces données. Elle aura probablement un impact réel, mais ne devra pas nous pousser à accroître la charge déclarative. Nous devons nous engager dans un processus d'apprentissage et de repérage de l'information pertinente à collecter.

### **Jean BOISSINOT, Direction générale du Trésor**

Cette ordonnance a été prise en même temps que l'ouverture du fichier Fiben (fichier bancaire des entreprises). Elle donne seulement une base juridique à une large collecte. Le ministère estime comme la Banque de France que s'il est indispensable de renforcer nos capacités de suivi et d'analyse, il convient aussi de ne pas surréagir à l'apparition de ces nouveaux instruments.

## **Gunther CAPELLE-BLANCARD**

Qu'en est-il de la mise à disposition de ses données par l'Afic ?

### **Paul PERPÈRE, Afic**

L'Afic n'est pas propriétaire de ses données. Elles restent la propriété des déclarants. Ceux-ci les saisissent dans un système de gestion européen nommé *European Data Cooperative* et administré par une société de droit allemand enregistrée à Munich. Toutes les associations de capital-investissement européennes l'utilisent. Chacun vient y puiser les données qui l'intéressent pour son pays. L'Afic ne fait qu'utiliser ces données.

Par le passé, un chercheur de HEC, Oliver GOTTSCHALG, a eu accès à ces bases parce qu'il travaillait sur la notion de couple rendement-risque. Il était essentiel qu'il puisse accéder à un certain nombre de données désagrégées. Le conseil d'administration l'avait autorisé à avoir accès aux données historiques à notre disposition.

Nous avons aussi conclu un contrat avec le CNRS pour l'accès à certaines archives. Il garantit la confidentialité et la sécurité des données. Hormis ces deux exemples, je ne crois pas que nous n'ayons jamais admis d'exception à l'accès aux données désagrégées. Le restant est accessible sur notre site.

## **Gunther CAPELLE-BLANCARD**

Les deux exemples que vous mentionnez sont très intéressants. Je vous invite à communiquer davantage. D'autres chercheurs pourraient être intéressés, dans les mêmes conditions de confidentialité et de sécurité, à tirer parti de cette base de données. Elle est extrêmement riche pour mieux appréhender le sujet qui nous intéresse.

J'avais connaissance des travaux d'Oliver GOTTSCHALG. Ils avaient été très bien reçus par la communauté académique internationale. Ils montraient notamment l'impact du financement de l'innovation en termes d'emplois. Le Cnis encourage les producteurs et les collecteurs de données à valoriser celles-ci et à communiquer sur la possibilité de les utiliser suivant certaines conditions.

### **Paul PERPÈRE, Afic**

Le contrat avec le CNRS, d'une durée de trois ans, est en cours.

## **7. Proposition d'avis**

### **Gunther CAPELLE-BLANCARD**

À l'issue de ces commissions, nous émettons traditionnellement un avis qui résume nos propos et formule éventuellement un certain nombre de recommandations. Nous allons vous soumettre ce texte que nous avons complété en cours de séance. Il se veut consensuel au bon sens du terme, sans être politiquement correct.

### **Isabelle ANXIONNAZ, Cnis**

*« Dans ses avis de moyen terme, le Cnis a mis l'accent sur la mise à disposition de données et d'analyses sur la compétitivité "hors coût" des entreprises, comme l'investissement dans l'innovation et la recherche, et sur le financement des entreprises, notamment des TPE et PME, et ses modalités. La séance précédente du 16 novembre 2016 avait abordé un nouveau mode de financement de projets lié à la place croissante du numérique dans le développement économique : le financement participatif ou crowdfunding. Cette séance du 11 mai 2017 a permis d'élargir le champ et de dresser un état des lieux des nouveautés en matière de financement des entreprises, en particulier en faveur de l'innovation, et de définir les pistes d'amélioration de sa mesure et de son étude pour la statistique publique.*

*Les besoins de financement des entreprises sont de natures diverses (capital investissement, prêt de développement, cofinancement, aide à l'innovation, prêt garanti), et cela est encore plus manifeste dans le domaine de l'innovation. Ainsi de nouveaux modèles d'affaires voient le jour, comme les start-ups, dont l'activité n'est pas adaptée au circuit de financement classique par crédit bancaire. S'est alors développée*

*une chaîne de financement désignée sous le terme de “capital risque” ou “capital innovation” aux multiples acteurs et dispositifs, l'une des caractéristiques françaises étant l'importance du financement du capital risque par des fonds publics.*

*La mesure statistique associée reste encore difficile compte tenu de cette multiplicité des sources de données, des organismes et des opérations. Les données de la Banque de France offrent un panorama global du financement des entreprises sans qu'il soit toutefois possible de distinguer les nouveaux instruments de financement. Les associations professionnelles telles que l' Afic permettent de mieux cerner l'activité du capital-risque en France par la publication régulière de chiffres clés, réalisée à partir d'enquêtes auprès de leurs membres. Plusieurs cabinets de conseil diffusent également des données agrégées sur le capital risque qui permettent des comparaisons internationales. Bpifrance met aussi à disposition des données détaillées sur les financements accordés (77 000 entreprises pour 22 milliards d'euros en 2016 par exemple).*

*Dans ce contexte en constante évolution, la commission ne peut qu'encourager le développement de la production de données et d'études, en lien avec les initiatives en cours. Elle souligne notamment l'intérêt qu'il y a à disposer de données à un niveau individuel à l'image du dispositif mis en place par Bpifrance. »*

### **Gunther CAPELLE-BLANCARD**

Nous nous sommes interrogés sur l'opportunité de faire référence à l'ordonnance concernant la Banque de France. Je vous laisse le soin d'en juger. Nous avons préféré insister sur la mise à disposition et sur l'excellent exemple donné par Bpifrance.

### **Jean BOISSINOT, Direction générale du Trésor**

Il ne me semble pas judicieux de faire référence à l'ordonnance qui constitue seulement une sécurisation juridique.

Au deuxième paragraphe, il semble important de faire référence à la diversité des besoins de financement des entreprises. En revanche, je ne suis pas sûr que la parenthèse, qui mentionne par exemple l'« aide à l'innovation », désigne correctement ces besoins. Il s'agit plutôt d'une politique publique répondant à une éventuelle défaillance de marché.

Plus loin, vous écrivez : « dont l'activité n'est pas adaptée au circuit de financement classique par crédit bancaire ». Je dirais plutôt : « financement classique par crédit, notamment bancaire ». La vraie difficulté ne tient pas au financement par crédit bancaire, mais au financement par crédit.

Dans la partie suivante, je lis : « Les données de la Banque de France offrent un panorama global du financement des entreprises sans qu'il soit toutefois possible de distinguer les nouveaux instruments de financement. » Il me semble utile de mentionner la problématique de la nomenclature et de la typologie. Des institutions disposent de données établies, mais les instruments font défaut pour les exploiter.

### **Gunther CAPELLE-BLANCARD**

Je propose de supprimer la parenthèse et d'inciter à la mise en œuvre d'une typologie.

### **Jean BOISSINOT, Direction générale du Trésor**

Il s'agit moins de créer une typologie que d'en assurer le suivi. Précisons également le passage immédiat du crédit bancaire au capital-risque ou capital-innovation. Plus des deux tiers du financement en fonds propres des entreprises françaises sont internes.

### **Gunther CAPELLE-BLANCARD**

Les travaux doivent évidemment précéder la mise en place d'une nomenclature et d'une typologie. Nous pouvons appeler à de nouveaux travaux, mais il semble difficile de renouveler cette demande dans chaque avis. Nous retenons vos observations. Je vous remercie de votre participation. La prochaine réunion aura lieu le 16 novembre 2017.

*La séance est levée à 17 heures.*

---

DOCUMENT PRÉPARATOIRE

---

[Mobiliser l'épargne pour le financement des startups – France Stratégie](#)

---

DOCUMENTS COMPLÉMENTAIRES

---

[Présentation des enquêtes Patrimoine – Insee – Diaporama](#)

[L'innovation : quelles réponses spécifiques de financement ? – Banque de France – Diaporama](#)

[Les nouveaux instruments de financement des entreprises – Direction générale du Trésor – Diaporama](#)

[Les chiffres clés du capital-investissement et du capital-innovation français – Afic – Diaporama](#)

[Financement de l'innovation : enjeux et actions de Bpifrance – BPI – Diaporama](#)

[Financement des start-ups : quelles données pour quelles performances françaises ? – France Stratégie – Diaporama](#)