Cour des comptes

PREMIÈRE CHAMBRE

S 2023-0511-1

DEUXIÈME SECTION

RAPPORT PORTANT SUR UNE ENTREPRISE PUBLIQUE

(Article R. 143-11 du code des juridictions financières)

LES ACTIVITÉS D'INVESTISSEMENT DE BPIFRANCE

Exercices 2012-2021

Le présent document, qui a fait l'objet d'une contradiction avec les destinataires concernés, a été délibéré par la Cour des comptes, le 30 mars 2023.

En application de l'article L. 143-6 du code des juridictions financières, la communication de ces observations est une prérogative de la Cour des comptes, qui a seule compétence pour arrêter la liste des destinataires.

13, rue Cambon ▪ 75100 PARIS CEDEX 01 ▪ T +33 1 42 98 95 00 ▪ www.ccomptes.fr

TABLE DES MATIÈRES

SYNTHÈSE **5**

RECOMMANDATIONS **11**

INTRODUCTION **12**

1 LE RÔLE DE BPIFRANCE EN MATIÈRE DE SOUTIEN À L'INVESTISSEMENT 14

1.1 Le renforcement des fonds propres des entreprises 14

1.1.1 Le capital-investissement, un outil pertinent pour le financement des fonds propres 14

1.1.2 Un retard français qui contraste avec le dynamisme de certains pays 17

1.1.2.1 À l'étranger, des réussites qui reposent sur quelques principes essentiels 17

1.1.2.2 Des conditions qui historiquement faisaient défaut en France avant 2013 18

1.2 Un besoin de structuration du marché du capital-investissement 19

1.2.1 L'échec des dispositifs visant à faire émerger le capital-investissement privé 19

1.2.2 Deux mécanismes mobilisables par l'investisseur public 20

1.3 Un mode d'intervention compatible avec le cadre européen des aides d'État 22

2 UNE DIVERSIFICATION IMPORTANTE DE L'ACTIVITÉ D'INVESTISSEMENT 25

2.1 Une doctrine d'intervention au service de l'intérêt collectif 25

2.2 Une intervention globalement conforme à cette doctrine, quelques problèmes ponctuels d'articulation entre les différents instruments 26

2.2.1 Une spécialisation des équipes par segment en cohérence avec la finalité des fonds 26

2.2.2 L'intervention directe : une approche généraliste qui demeure ciblée sur les défaillances de marché 27

2.2.2.1 En capital-innovation, des difficultés d'articulation ponctuelles entre véhicules d'investissement 27

2.2.2.2 Sur le segment *small cap*, une intervention régionalisée à rationaliser 31

2.2.2.3 Sur les segments m*id* et *large Cap*, une intervention généraliste, mais aussi partenariale pour soutenir la filière automobile 34

2.2.2.4 Sur les grandes entreprises, un équilibre qui reste à trouver au sein de l'Etat actionnaire 35

2.2.3 Les fonds de fonds : une palette d'instruments en soutien à l'industrie du capital-investissement 37

2.2.3.1 Le capital-innovation : des interventions essentiellement dans le cadre du PIA 37

2.2.3.2 Le capital-développement : l'enjeu de l'articulation des actions en fonds propres et dans le cadre du PIA. 38

2.3 Une diversification récente et parfois importante de l'activité de Bpifrance par rapport à son champ d'intervention initial 40

2.3.1 Le capital-retournement : un segment qui doit rester marginal pour Bpifrance 41
2.3.2 Certaines interventions en LBO contreviennent à l'objectif d'apport d'argent frais 41
2.3.3 Des investissements hors de France parfois éloignés de la vocation première de Bpifrance 42
2.3.4 Le fonds LAC 1, un engagement éloigné du champ d'intervention initial de Bpifrance 44
2.3.5 Les fonds Bpifrance Entreprises 1et 2, une incursion dans la promotion de l'épargne populaire 46

3 UNE SÉLECTION DES INVESTISSEMENTS ROBUSTE MALGRÉ QUELQUES RÉSERVES 50

3.1 Un cadre opérationnel satisfaisant 50
3.1.1 Une société de gestion indépendante, des avis externes qui pourraient être renforcés 50
3.1.2 Un cadre déontologique clair et bien établi 52

3.2 La sélection des entreprises via les fonds directs conforme au cadre déontologique 53
3.2.1 Une faible marge de manœuvre dans la sélection des grandes entreprises financées 53
3.2.2 Le capital-développement : un processus de sélection des entreprises maîtrisé 54
3.2.2.1 Le *small cap* : une organisation qui s'appuie sur le réseau local 54
3.2.2.2 En *mid cap* et *large cap* : un processus de sélection collaboratif visant à préserver les intérêts français 54
3.2.2.3 Une spécificité de Bpifrance : l'accompagnement des primo-ouvertures des entreprises familiales 55
3.2.3 L'innovation : des investissements qui viennent dans la continuité des autres dispositifs de financement 56

3.3 Les fonds de fonds : une sélectivité des fonds partenaires à renforcer 57
3.3.1.1 Une méthode de sélection des fonds partenaires maîtrisée 57
3.3.1.2 Une vigilance qui pourrait être renforcée sur la nature des co-investisseurs 58
3.3.1.3 Quelques améliorations souhaitables dans la mise en œuvre des procédures 58

3.4 Des montants d'investissement qui demeurent modestes et des choix parfois contestables 59
3.4.1 Des tickets qui restent modestes au regard de certains besoins 59
3.4.2 De nombreuses entreprises étrangères financées soit directement soit via des fonds de fonds 60
3.4.3 Certains fonds concentrent les défaillances d'entreprises 62
3.4.4 Plus de 5 % des entreprises cumulent plusieurs investissements de Bpifrance 62

4 DES RÉSULTATS TRÈS CONTRIBUTIFS MAIS UN BESOIN IMPORTANT DE TRÉSORERIE 65

4.1 Une rentabilité soutenue par quelques grandes participations et par les résultats des fonds de fonds 65
4.1.1 La rentabilité hétérogène des grandes participations 66

4.1.2 Une performance des fonds qui diffère selon leur nature 66
4.1.2.1 Des fonds de fonds sur fonds propres performants 66
4.1.2.2 Des fonds PIA matures légèrement moins rentables 67
4.1.3 Les entreprises innovantes : une performance plus faible, variable selon les années et les segments 68
4.1.4 Les fonds de capital-développement, des performances modestes et contrastées 69
4.2 Une contribution positive de Bpifrance Participations au résultat du groupe principalement due à la valorisation des titres et parts de fonds 70
4.2.1 Un résultat dont l'évolution dépend de plus-values potentielles et volatiles 70
4.2.2 Des valorisations plutôt prudentes, un risque de marché contenu 73
4.2.2.1 Une approche plutôt prudente de la valorisation 73
4.2.2.2 A fin 2021, pas d'incertitudes majeures sur le compte de résultats et la variation de valeur 74
4.3 Une activité dont le coût réel est difficile à évaluer 76
4.3.1 Des charges en apparence peu élevées mais qui ne couvrent pas tous les frais de gestion payés par Bpifrance 76
4.3.2 Des frais facturés par la banque publique à l'État dans le cadre du PIA 77
4.4 Un indicateur très dynamique mis en avant par la banque : la variation de valeur 78
4.5 Une activité d'investissement soutenable grâce à des apports en capitaux de Bpifrance SA 79
5 UN SOUTIEN AVÉRÉ À L'ÉCONOMIE, UNE STABILISATION NÉCESSAIRE DE L'ACTIVITÉ D'INVESTISSEMENT 83
5.1 Une trajectoire de croissance dynamique des entreprises financées 83
5.2 Un soutien conjoncturel globalement réussi pendant la pandémie 84
5.3 Un effet de levier sur l'essor du capital-investissement 85
5.4 Une stabilisation de l'activité à opérer 89

ANNEXE 94

Annexe n° 1. Les différents stades de développement des entreprises 95
Annexe n° 2. L'intervention publique dans l'industrie du capital-risque : comparaisons internationales 97
Annexe n° 3. Fonds *small cap* 100
Annexe n° 4. Fonds Innovations 102
Annexe n° 5. Fonds *Mid & Large Cap* 105
Annexe n° 6. Fonds de fonds 107

SYNTHÈSE

Ce rapport fait suite à un contrôle réalisé en 2022 et composé de deux volets. Le premier est consacré à l'organisation et à la gouvernance du groupe Bpifrance, à l'analyse de ses résultats et à la traçabilité des ressources publiques destinées à financer son activité. Il consacre également des développements importants à l'analyse de l'activité de financement de la banque publique, notamment l'octroi de prêts et de garanties particulièrement en direction des PME. Le second volet, objet de la présente publication, examine l'activité d'investissement de Bpifrance, destinée au renforcement des fonds propres des entreprises, dans une perspective de soutien à l'innovation et à la croissance.

Une intervention sur le marché du capital-investissement qui vise à répondre à un besoin économique.

Le financement de la croissance des entreprises françaises repose plus sur l'endettement, que sur l'ouverture de leur capital et donc l'augmentation de leurs fonds propres. Or le crédit bancaire n'est pas toujours suffisant pour le financement de l'innovation, particulièrement pour les jeunes entreprises. Un écosystème solide de capital-investissement est donc nécessaire pour soutenir les fonds propres des entreprises françaises sur l'ensemble des segments (capital-innovation, capital-développement notamment) et pour tous les niveaux de tickets. Avant la création de Bpifrance et à la différence des principaux acteurs étrangers du capital-investissement, la France avait accumulé des retards sur plusieurs points clés : un soutien insuffisant à l'innovation expliquait l'absence d'un flux d'affaires de start-ups, l'industrie du capital-investissement n'avait pas été structurée, et il n'y avait aucune continuité dans l'accompagnement de long terme des entreprises, jusqu'à leur introduction en bourse ou encore leur développement à l'international.

La création de Bpifrance a permis de mettre en œuvre des outils financiers pertinents pour répondre à ces enjeux. L'intervention publique directe (*via* des prises de participations directes ou des fonds directs) constitue une première solution pour se substituer temporairement aux investisseurs absents, en particulier sur les segments les plus risqués ou en phase basse du cycle économique. Elle est complétée par un second mécanisme, celui des fonds de fonds, qui vise à susciter l'émergence de fonds professionnels privés, susceptibles de financer et d'accompagner les entreprises françaises.

Le choix des instruments opéré par la France est compatible avec la réglementation européenne en matière d'aides d'État : sous réserve du respect de certains critères permettant de ne pas fausser le marché, le développement de l'industrie du capital-investissement est un outil de politique industrielle compatible avec le cadre européen. La doctrine d'intervention dont s'est dotée Bpifrance s'inscrit pleinement dans le cadre réglementaire européen.

Une doctrine d'investissement globalement respectée

À fin 2021, Bpifrance gère près de 90 fonds et fonds de fonds (44 Md€ d'actifs sous gestion), dont une vingtaine pour le compte de l'État via l'EPIC (au titre du PIA et du plan France 2030) ou d'autres tiers que l'État pour près de 10 Md€. La banque a privilégié une organisation par métiers favorisant la spécialisation des équipes d'investissement dont le professionnalisme est reconnu.

Le ciblage des actions de Bpifrance au travers des fonds et participations directes respecte globalement la doctrine d'investissement, avec le financement de segments particulièrement risqués. La multiplication des véhicules d'intervention et leur spécialisation par secteur ou territoire entraînent parfois des effets de concurrence ponctuels. Le projet Piscine, qui consiste à remplacer les anciens fonds par des fonds structurés sous forme d'enveloppes correspondant aux stratégies d'investissement des différents métiers, va dans le sens d'une rationalisation des interventions.

L'activité des fonds de fonds est moins ciblée. Le segment de l'amorçage est principalement soutenu par des fonds PIA, même si Bpifrance finance aussi l'amorçage sur ses fonds propres. D'autres fonds gérés dans le cadre des investissements d'avenir financent des stades de capital-risque plus avancés que l'amorçage ou encore des interventions en capital-développement : dans ce domaine, Bpifrance intervient de façon très importante en fonds propres. Si les règlements des fonds fixent autant que possible les règles, les situations de co-investissement peuvent engendrer une certaine complexité et il apparait souhaitable, comme l'a déjà relevé la Cour, de limiter sur un même secteur d'activité les interventions de Bpifrance comme opérateur du fonds à la fois pour le compte de tiers et pour son compte propre.

Une diversification importante par rapport au champ d'intervention initial de Bpifrance

À la suite de la pandémie, la banque a renforcé son intervention en capital-retournement. Cette intervention doit rester ponctuelle, surtout en investissement direct, compte-tenu de l'éloignement de cette activité avec la doctrine initiale de la banque.

Une part importante des investissements de Bpifrance est classée en capital-transmission : d'après la banque, il s'agit le plus souvent de primo-ouvertures accompagnées d'un endettement important visant à limiter la dilution d'un capital français et souvent familial.

Bpifrance développe aussi des partenariats internationaux : si certains permettent de stimuler la présence d'investisseurs européens en France, facilitent le développement international des entreprises françaises ou encore accroissent la connaissance de secteurs technologiques en développement, les investissements réalisés dans le cadre de ces partenariats doivent faire l'objet d'une grande vigilance pour éviter des financements abusifs hors de France ou sur des segments non pertinents.

Le fonds LAC1, créé en 2020, vise la structuration du capital de multinationales françaises cotées dont la capitalisation boursière est supérieure à 500 M€. Sa mise en œuvre soulève plusieurs questions, avec le recours à l'endettement et la participation d'un fonds souverain étranger bénéficiant d'avantages économiques et d'un pouvoir de décision renforcé dans la gouvernance du fonds.

Enfin, Bpifrance a récemment élargi son domaine d'intervention en ouvrant en 2020 un fonds de fonds de secondaires destiné aux particuliers (BE1), ce qui dépasse son champ traditionnel d'intervention. Les parts détenues dans les fonds partenaires ont été cédées avec une décote importante. Des membres dirigeants de Bpifrance ont souscrit à ce fonds..

Un processus de sélection des investissements qui permet une maîtrise des risques globalement robuste

La société de gestion de Bpifrance, Bpifrance Investissement, est indépendante. Les membres de Bpifrance ont un pouvoir décisionnaire important et il serait pertinent d'ouvrir les comités d'investissement à des personnalités qualifiées extérieures à Bpifrance.

Le cadre déontologique est clair et la direction de la conformité et du contrôle permanent est responsable de la mise en œuvre de la politique de conformité en matière d'investissement. Les règles relatives aux opérations d'investissement et de désinvestissement sont contractualisées, et des « murailles de Chine » ont été établies pour prévenir la survenue de conflits d'intérêts. Lorsqu'une telle situation apparaît, des dispositifs d'encadrement supplémentaires peuvent être mobilisés.

La sélection des entreprises financées et des fonds partenaires repose sur des « *due diligences* » poussées**.** L'instruction des dossiers mobilise des équipes spécialisées sur chaque segment et des regards croisés permettent de contre-expertiser les projets.

Les critères de sélection sont proches de ceux utilisés par les investisseurs privés mais la banque publique présente quelques différences : en capital-innovation, elle articule ses interventions avec le continuum de financement qu'elle déploie (subventions, prêts, investissements) ; en capital-développement, elle finance autant que possible des primo-ouvertures d'entreprises familiales qui peinent à trouver des investisseurs privés.

S'agissant des investissements en fonds de fonds, un quart à un tiers d'entre eux sont dédiés aux nouveaux fonds permettant de régénérer le marché sur des stratégies différenciantes. Des désaccords avec les actionnaires ont cependant été relevés dans le cadre du PIA, d'une part sur certains co-investisseurs étrangers susceptibles de porter atteinte aux intérêts français, d'autre part sur la sélection de certains fonds partenaires qui présentaient des thèses d'investissement éloignés des objectifs du PIA.

Les tickets offerts par Bpifrance au travers de fonds directs ou de fonds partenaires restent modestes**,** la plupart du temps inférieurs à 10 millions d'euros, ce qui est cohérent avec le niveau moyen des interventions de Bpifrance et avec son taux de participation, mais en-deçà des besoins des entreprises en « *late stage* » rappelés dans le rapport Tibi.

Trois points appellent à la vigilance.

Bpifrance a financé depuis sa création plusieurs entreprises étrangères soit directement, soit *via* des fonds de fonds. Certes, les investissements dans des entreprises situées hors de France sont autorisés par les statuts et peuvent se justifier pour diversifier les risques sur des segments trop ciblés pour le seul marché national et accroître la courbe d'expérience de Bpifrance sur des marchés nouveaux. Mais leur montant est significatif, avec près de 15 % des investissements directs réalisés à l'étranger (4 % en nombre), dont certains ne concernent pas des holdings de détention. La part des investissements dans des entreprises étrangères via des fonds de fonds n'a cessé de croître, avec la participation aux fonds Averroes Africa, Ardian

Buyout ou Cathay Global Health : si cette progression traduit le développement et l'internationalisation des fonds partenaires, ils amènent Bpifrance à consacrer une partie non négligeable de ses ressources à l'accompagnement d'entreprises non situées en France . Cette évolution doit être suivie de près.

Par ailleurs, certains fonds régionaux concentrent un nombre important d'entreprises enregistrées comme ayant cessé leur activité, dans la statistique publique (jusqu'à 15 %).

Enfin, 7 % des entreprises soutenues par la banque publique ont bénéficié plusieurs fois d'un investissement issu de financements publics, soit directement, soit indirectement au travers d'un fonds de fonds : quatre entreprises ont même été financées plus de sept fois. Cette succession d'interventions peut s'expliquer par les différents stades de développement des entreprises.

Il serait utile que ces cas de soutiens répétés, la présence dans des fonds régionaux d'entreprises qui semblent avoir cessé leur activité et le soutien à des entreprises étrangères fassent l'objet d'analyses spécifiques.

Une activité profitable mais un important besoin de trésorerie

La bonne performance de l'activité, que montrent les résultats de Bpifrance participations, résulte d'abord de l'évolution de la valorisation des grandes entreprises, hétérogène selon les titres et selon les années. Bpifrance a aussi bénéficié sur les années récentes du dynamisme de la valorisation des fonds de fonds, dont la performance a été multipliée par quatre entre 2012 et 2021. La rentabilité des fonds de fonds les plus matures est imputable à des fonds ayant surperformé, dont une partie concerne des véhicules investissant principalement à l'étranger. Ceci explique une performance un peu supérieure des investissements réalisés par Bpifrance sur ses fonds propres par rapport aux investissements du PIA. Enfin, les performances des investissements via des fonds directs dans des entreprises innovantes sont variables selon les années et les segments, tandis que la rentabilité des investissements Mid-Cap pâtit de la baisse de la valeur des titres automobiles.

L'application des normes IFRS 9 conduit la valorisation des fonds à affecter directement le résultat de Bpifrance Participations, alors qu'elle ne génère ni revenu réel ni flux de trésorerie. Les autres composantes du produit net bancaire (PNB) sont en majorité des flux de revenus comptables et leur niveau a été relativement stable sur les années récentes. Du côté des charges liées à l'activité d'investissement, le coût de gestion est en apparence contenu par rapport aux pratiques du marché, mais les charges d'exploitation ne reflètent pas l'intégralité des coûts supportés par la banque publique pour son activité d'investissement.

Comme la valorisation de certains fonds affecte directement le résultat de la banque publique, la qualité de son estimation est importante. Elle repose sur un panel de méthodes bien documentées et est *a priori* robuste et prudente : le rebond en 2021 semble solide à ce stade. Le suivi du risque de marché, c'est-à-dire de perte de valeur des titres détenus, fait appel à des méthodes traditionnelles (VaR, stress tests, surveillance des participations classées en *watch list* et en participations non performantes, limites sectorielles d'exposition, indicateur synthétique global), et les résultats de ce suivi ne laissent pas apparaître de fragilité majeure sur l'activité d'investissement.

Pour analyser exhaustivement son action, la banque met également en évidence un autre indicateur, la variation de valeur, qui, en plus du résultat comptable, tient compte d'une création de richesse potentielle ne se traduisant ni par des revenus réels ni par des flux de trésorerie : plus-values latentes importantes des grandes entreprises, retraitement extra-comptable des mises en équivalence. L'indicateur est aussi utilisé pour mesurer l'ampleur des dividendes versés par Bpifrance Participations à Bpifrance SA : sur le long terme et en cumulé, ces derniers représentent environ le tiers de la variation de valeur.

La croissance des investissements repose en fait surtout sur des apports en capitaux réguliers de la part de Bpifrance SA, en l'absence de flux de revenus et de cession de portefeuille suffisants. Sur l'ensemble des segments d'intervention, le coût des nouveaux investissements n'est pas couvert, chaque année, par les gains de cessions et les encaissements de produits de portefeuille. L'équilibre de trésorerie repose sur des recapitalisations de la part de Bpifrance SA à hauteur de 3 Md€ depuis 2017, faute d'une rotation suffisante du portefeuille permettant d'accroître le produit de cession de titres. Compte-tenu de son poids sur le marché, le désengagement de la banque publique est en effet parfois complexe, avec des effets importants sur l'emploi. Le « momentum » retenu pour les cessions répond aussi à des exigences de rentabilité qui peuvent conduire à les repousser dans le temps. Une rotation plus systématique du capital est cependant indispensable, d'autant plus que l'augmentation de capital de 4 Md€ demandée par Bpifrance pour poursuivre sa dynamique d'investissement dans le cadre de sa programmation à moyen-terme 2022-2027, lui a été refusée par ses actionnaires.

Un effet positif sur l'économie, des moyens et une activité à stabiliser

Le marché a largement bénéficié des actions de la banque publique en matière de capital-investissement.

Sur longue période, l'activité des entreprises ayant bénéficié d'un investissement direct de la part de Bpifrance a ainsi fortement crû, en particulier dans les secteurs les plus innovants. Ces secteurs ont tiré parti d'autres facteurs favorables à l'innovation et à la croissance, mais l'apport de Bpifrance est incontestable.

Pendant la pandémie, le soutien de la banque aux entreprises dans lesquelles elle est actionnaire, a été globalement efficace. Les plus grandes entreprises ont pu contenir les effets de la crise sur leur bilan en partie grâce à des injections en capital spécifiques. Si la plupart des PME et TPE ont préservé leurs comptes de résultat et leurs bilans, c'est sans doute davantage grâce aux subventions du fonds de solidarité qu'aux interventions marginales de Bpifrance en fonds propres. En revanche, les ETI ont particulièrement souffert, avec une chute de leurs fonds propres suite à la forte dégradation de leurs titres et malgré là aussi des interventions ponctuelles de Bpifrance.

L'effet de levier de Bpifrance sur l'écosystème du capital-investissement est indéniable. Le marché est en croissance depuis la création de la banque publique et s'est structuré grâce à son action. Les investissements des fonds partenaires ont crû, de 1 Md€ en 2014 à 3,8 Md€ en 2021 et le nombre d'entreprises bénéficiaires a doublé (496 en 2014 et 920 en 2021). En plus d'entraîner les investisseurs français, l'action de Bpifrance permet d'attirer des capitaux étrangers comme en témoigne le poids croissant des fonds souverains étrangers dans les souscriptions du secteur public.

Ces succès et la place de Bpifrance sur le marché amènent à s'interroger sur l'intérêt d'une croissance de ses interventions.

Poursuivre la croissance pourrait accroître le risque de substitution aux investisseurs privés. Malgré les efforts pour réduire le poids moyen de Bpifrance dans les levées de fonds, la progression des investissements réalisés par les fonds partenaires a été bien plus forte que celle des fonds non partenaires. La majorité des « deals » se fait avec la participation de Bpifrance : depuis 2019, environ 45 % des entreprises ayant fait l'objet d'un investissement en capital-innovation ou en capital-développement ont reçu un financement public, directement ou via un fonds de fonds de la banque. La part de l'intervention publique en France se situe dans la moyenne haute des pays européens, en particulier sur la période la plus récente.

Enfin, les fonds de capital-innovation et de capital-développement français ont accumulé sur la période plus de vingt milliards de « trésorerie non dépensée » (« *dry powder* »), qui peuvent permettre au marché du capital-investissement de traverser d'éventuelles périodes de turbulence, avec l'accompagnement éventuel de Bpifrance mais sans intervention publique supplémentaire.

RECOMMANDATIONS

Recommandation n° 1. (Bpifrance, Direction générale du Trésor, Agence des Participations de l'État) : Poursuivre la simplification des véhicules d'investissement gérés par Bpifrance sur ses fonds propres.

Recommandation n° 2. (Direction générale du Trésor, Agence des participations de l'État, Direction générale des entreprises, Bpifrance) : Établir, dans le courant de l'année 2023, le bilan de l'activité du fonds Lac 1.

Recommandation n° 3. (Bpifrance, Direction générale du Trésor, Agence des Participations de l'État) Établir, dans le courant de l'année 2023, le bilan de la création des fonds BE1 et BE2.

Recommandation n° 4. (Bpifrance) Veiller à la bonne application du cadre s'appliquant aux salariés de Bpifrance pour la gestion des fonds BE1, BE2 et autres fonds de même nature qui viendraient à être créés.

Recommandation n° 5. (Bpifrance) : Suivre les entreprises (i) dont l'entité opérationnelle est étrangère, (ii) identifiées comme « cessées » dans la statistique d'entreprises, (iii) ayant bénéficié quatre fois ou plus d'interventions en capital (directes ou indirectes) de Bpifrance.

Recommandation n° 6. (Bpifrance, Caisse des dépôts et consignation, Direction générale du Trésor, Agence des Participations de l'État) : Assurer la rotation des capitaux investis dans les fonds pour permettre le financement de nouveaux investissements sans apports en capital supplémentaires.

INTRODUCTION

Le financement des entreprises est une clé déterminante de leur performance et de leur croissance potentielle. La nature des ressources mobilisées diffère selon les pays. Le financement du développement des entreprises françaises repose sur l'endettement : cette situation peut être pénalisante, en particulier sur certains secteurs, car les capitaux propres constituent une ressource de long terme permettant de soutenir dans la durée les stratégies de développement.

À la fin des années 1990 avec la création de CDC PME (puis CDC Entreprises), l'intervention publique sur le marché du capital investissement aspirait à en faire un outil de financement davantage mobilisé par les entreprises. Après plusieurs années de croissance, l'écosystème a été très affecté par la crise financière de 2008 et, quatre ans plus tard, n'avait toujours pas retrouvé son niveau d'avant-crise.

Dans ce contexte, la création de Bpifrance répondait principalement à deux objectifs. D'une part, la banque publique prend des participations directes (inscrites au bilan de Bpifrance Participations soit directement soit au travers de fonds d'investissement), afin de pouvoir répondre de manière rapide et réactive aux besoins de financement ponctuels des entreprises. Les équipes de Bpifrance Investissement instruisent les projets d'investissement au capital des entreprises cibles, réalisent elles-mêmes les prises de participations et les suivent jusqu'à leur cession. D'autre part, des investissements indirects (ou en « fonds de fonds ») visent à agir en profondeur sur la structuration du marché du capital-investissement en soutenant des sociétés de gestion privées dans leur développement. Les équipes de Bpifrance Investissement instruisent les projets, réalisent les souscriptions dans des fonds gérés par des équipes de gestion privées qui à leur tour investissent dans les entreprises, et suivent ces souscriptions sur leur durée de vie.

Ces deux activités peuvent être réalisées par Bpifrance soit pour son compte propre et la banque expose alors son propre bilan, soit pour le compte de tiers et dans ce cas, Bpifrance est le gestionnaire de ressources qui lui sont confiées par d'autres acteurs.

Un objectif majeur du Programme d'investissement d'avenir (PIA), engagé en 2010, était de faire évoluer la politique d'investissement en mobilisant des co-investisseurs publics et privés autour de projets structurants pour l'économie française : plus de la moitié des sommes engagées par les fonds d'investissement du PIA sont gérées par Bpifrance.

Au total, à fin 2021, Bpifrance gère près de 90 fonds et fonds de fonds, soit plus de 44 Md€ d'actifs sous gestion. Une vingtaine de fonds et de fonds de fonds sont gérés pour le compte de l'État via l'EPIC (au titre du PIA et du plan France 2030) ou d'autres tiers que l'État, pour près de 10 Md€. Le reste, un peu plus de 34 Md€, est financé à partir des fonds propres de la banque publique.

En application des articles L.111-3, L.111-4, L.133-1 et L.133-5 du code des juridictions financières, la Cour des comptes a engagé un contrôle de cette activité de gestion de fonds et de fonds de fonds de Bpifrance.

Ce contrôle vise à dresser un bilan opérationnel, économique et financier de l'intervention de Bpifrance sur le marché du capital-investissement.

Le rapport analyse le rôle de Bpifrance dans le soutien à l'investissement des entreprises (I) et compare l'action de la banque publique au champ d'intervention fixé par la doctrine initiale, le soutien de la croissance et du développement des start-ups et PME françaises sans fausser le marché et au service de l'intérêt général (II).

Il examine le processus de sélection des entreprises et sociétés de gestion financées et la pertinence du portefeuille de titres détenu à l'issu de ce processus (III).

Il mesure enfin l'impact de cette activité sur les comptes de la banque publique (IV), et sur l'ensemble du marché du capital-investissement (V).

1 LE RÔLE DE BPIFRANCE EN MATIÈRE DE SOUTIEN À L'INVESTISSEMENT

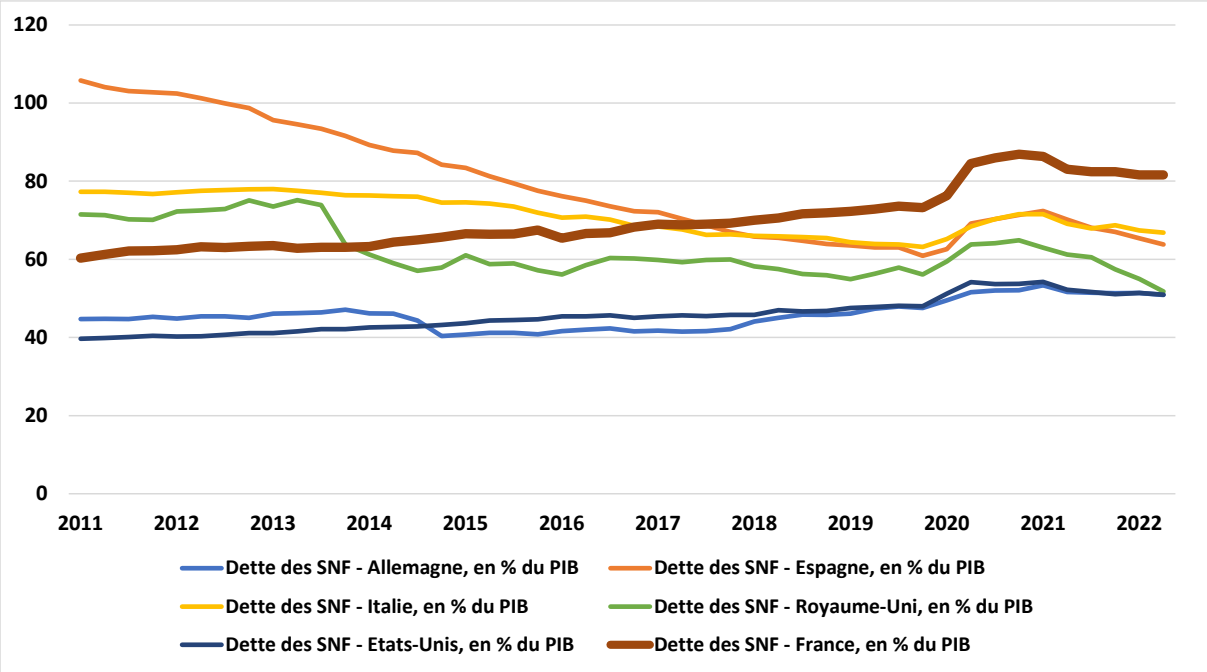
Alors que le renforcement des fonds propres des entreprises est nécessaire pour financer leur croissance, l'industrie du capital-investissement a tardé à se structurer en France (1.1). Rendue nécessaire par cette carence du marché, l'intervention publique s'est manifestée au travers de plusieurs instruments (1.2). Elle s'inscrit dans le cadre européen des aides d'État (1.3).

1.1 Le renforcement des fonds propres des entreprises

1.1.1 Le capital-investissement, un outil pertinent pour le financement des fonds propres

La France, en comparaison avec les autres pays de l'Union européenne, se caractérise par un endettement élevé des entreprises : leur croissance repose beaucoup sur l'endettement et le niveau de dette s'est encore accrue avec la pandémie.

Graphique n° 1 : Comparaison de la dette des sociétés non financières dans six pays (en % du PIB)



Sources : Banque de France

Cet endettement fragilise le tissu productif dans un contexte d'inflation et de remontée des taux d'intérêt. Surtout, le crédit bancaire n'est parfois pas suffisant pour financer

l'innovation[1]: sans même évoquer l'aversion au risque des organismes prêteurs, les start-ups[2] peuvent difficilement faire face à des échéances de prêts régulières alors que leur activité n'a pas encore généré de chiffre d'affaires. La composition du bilan des start-ups, principalement constitué d'actifs intangibles (brevets, logiciels, capital humain), rend difficile le financement par emprunt bancaire en l'absence de collatéraux tangibles. Pour les grandes entreprises également, le niveau de dette constitue un frein à l'innovation.

Il est donc nécessaire de stimuler le financement en fonds propres, afin de permettre la croissance des entreprises. Ceci passe par le déploiement d'une industrie du capital-investissement, dont les acteurs se spécialisent en fonction du stade de développement des entreprises auprès desquelles ils interviennent. Les sociétés de capital-investissement ne se contentent pas d'apporter du capital mais jouent un rôle actif auprès des dirigeants dans l'accompagnement de la croissance de l'entreprise[3].

Le premier stade de développement du projet, dit incubation (ou *pre-seed*), consiste pour les créateurs à construire un produit minimum viable en recourant à un financement par les proches (*love money*) ou par les différents dispositifs publics ou privés tels que les prêts d'honneur, les concours, les incubateurs ou accélérateurs. Le ticket est généralement compris entre 20 et 500 k€.

Peu après sa création, l'entreprise, qui ne génère pas encore de revenu, peut faire appel à un fonds d'amorçage (ou *seed*), afin de financer l'activité préalable à la production proprement dite : recherche et développement, études de marché, fabrication de prototypes, dépôt de brevet, frais d'expertises financière et juridique, fabrication des premières séries etc. Ce segment de marché est plus compliqué que les autres, avec des écarts-types de performance importants[4].

L'entreprise qui commence à générer des revenus atteint le stade dit « série A » (ou *round A*). Elle doit se structurer davantage, et le marché qu'elle tente de pénétrer ou de créer se précise. Pour développer commercialement son activité ou diversifier son offre, elle procède à une levée de fonds auprès d'entreprises de capital-risque (*venture capital*), pour des montants de 1 à 5 M€. Au fur et à mesure de sa croissance, l'entreprise élargit son capital par de nouvelles levées de fonds (séries B, C et D).

Les trois premiers segments (*pre-seed, seed* et Série A, voire série B) sont désignés communément comme relevant du capital-innovation ou *early stage*, dans la mesure où ils concernent les start-ups à leurs débuts. Les montants indiqués sont indicatifs et varient suivant les secteurs et les références. Les différents segments peuvent se chevaucher, l'enjeu essentiel étant que le chaînage entre les différents stades de développement de l'entreprise puisse s'opérer sans rupture, jusqu'à l'introduction en bourse (IPO, *Initial Public Offering)* – qui n'est cependant pas indispensable, de grandes entreprises pouvant réussir leur développement en demeurant non-cotées.

---

[1] L'innovation est définie comme « un produit ou processus (ou une combinaison des deux) nouveau ou amélioré qui diffère sensiblement des produits ou processus précédents d'une unité et a été mis à la disposition d'utilisateurs potentiels (produit) ou mis en œuvre par l'unité (processus) ». OCDE, Manuel d'Oslo 2018.

[2] Entreprise nouvelle innovante, à fort potentiel de croissance et de spéculation sur sa valeur future qui nécessite un accompagnement particulier.

[3] Mise en réseau, apports méthodologiques dans l'organisation et la stratégie, participation aux instances de gouvernance, voire soutien à la décarbonation de l'activité.

[4] Compris entre 0 et 30 contre 1,5 et 3 par exemple pour le capital-développement.

Pour passer du stade de start-up à celui d'entreprise de taille intermédiaire (ETI), et financer son changement d'échelle rapidement et, le plus souvent, à l'international, l'entreprise se tourne vers des financeurs en fonds propres spécialistes du stade avancé, ou *late stage*. L'entreprise a déjà trouvé un marché pour son produit mais son activité n'est pas encore stabilisée : elle cherche à croître, au détriment de sa rentabilité immédiate, et présente donc encore un risque important. Les acteurs de ce segment dit « capital-expansion » (ou *growth capital*) sont moins nombreux, pour des tours de tables qui peuvent atteindre 50 M€. Au-delà, les entreprises beaucoup plus matures et rentables sur des secteurs plus traditionnels (industrie et services) peuvent faire appel à des investisseurs spécialistes du « capital-développement ».

À ces segments du capital-investissement, qui correspondent aux premières étapes de développement de l'entreprise depuis sa création, s'ajoutent deux autres segments, relatifs à un stade particulier du cycle de vie de l'entreprise entrée dans sa phase de maturité.

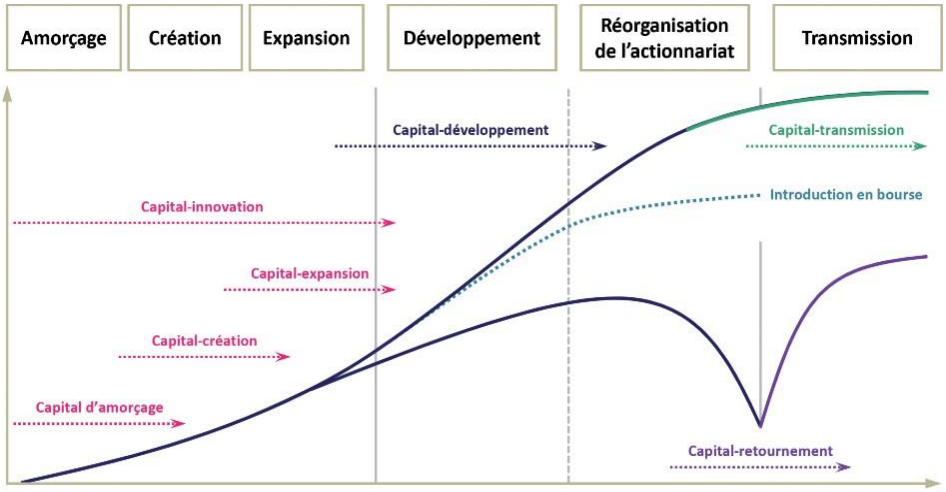
Le capital-transmission se caractérise par le rachat, total ou partiel, des titres de la société, sans accroissement de son capital. Les nouveaux actionnaires apportent à l'entreprise un savoir-faire en matière de développement stratégique, lui permettant par exemple de se développer sur de nouveaux marchés ou de réaliser des partenariats industriels. Dans la mesure où l'entreprise, mature, dégage des flux de trésoreries stables, les opérations de capital-transmission sont souvent financées dans le cadre de *leverage buy-out (LBO)*[5].

Le capital-retournement s'adresse aux entreprises dont la performance est jugée inférieure à leur potentiel ou à celles dont la situation financière est dégradée : il est particulièrement compliqué compte tenu du profil de risque. Des fonds spécialisés dans ces opérations interviennent afin de revoir la structure des coûts, et surtout de relancer la croissance de l'entreprise, notamment en réinvestissant dans l'innovation grâce à l'apport en fonds propres ainsi réalisé.

Du côté des gestionnaires de fonds, ces différents stades correspondent à des métiers distincts et exigent des compétences et un savoir-faire spécifique, adaptés à la situation de l'entreprise (capital-risque, capital-développement, capital-transmission, capital-retournement). Ces métiers sont eux-mêmes segmentés en fonction de la taille de l'entreprise et donc du ticket nécessaire pour exercer une réelle influence sur la gestion de l'entreprise, de la géographie ou du secteur économique : *small cap* pour des PME de moins de 30 M€ de valeur d'entreprise, *mid cap* pour des PME ou ETI de 30 à 300 M€, *large* cap qui recouvre à la fois les *« gros LBOs »* c'est-à-dire des ETI ou GE (grandes entreprises) de 300 à 1 500 M€, et les *« Mega LBOs »*, ETI ou GE de plus de 1 500 M€.

[5] Le repreneur, en général un fonds de capital-investissement, crée une holding avec un minimum de fonds propres. Cette holding recourt à l'emprunt auprès d'une banque ou à l'émission d'obligations afin de financer le rachat de la société cible. Les dividendes versés par la société à la holding permettront de rembourser l'emprunt. Au bout de quelques années, la société cible est soit revendue, soit introduite en bourse, générant, si tout se passe bien, une plus-value pour l'actionnaire.

Graphique n° 2 : Cycle de vie de l'entreprises et stades de développement



Source : France Invest

1.1.2 Un retard français qui contraste avec le dynamisme de certains pays

1.1.2.1 À l'étranger, des réussites qui reposent sur quelques principes essentiels

Les pays qui ont réussi à mettre en place un environnement favorable à l'émergence de start-ups et à leur développement ont agi sur plusieurs leviers.

Le premier d'entre eux est la constitution d'un « *flux d'affaires*[6] » suffisant de start-ups, ce qui implique une action gouvernementale forte pour encourager la recherche et développement, comme cela a été fait aux États-Unis, en Suède, ou encore en Israël au début des années 2000. Cet accompagnement peut passer par des aides publiques à l'innovation, des avantages fiscaux mais aussi par la mise en place d'un environnement favorable à l'éclosion et au développement des idées : incubateurs en Israël, accès aux outils numériques en Suède.

Un deuxième facteur de succès est la construction d'écosystèmes de capital-risque et de capital expansion (*growth capital*) solides pour financer les innovations et soutenir les initiatives des entrepreneurs. Aux États-Unis, les fonds de pension se sont naturellement tournés vers cette activité mais les investisseurs ont aussi été soutenus par la mise en place d'un cadre juridique et fiscal avantageux. En Israël, la construction de l'écosystème repose sur une intervention publique via des fonds ou des investissements directs, circonscrite dans la durée pour laisser ensuite soin au marché de sélectionner les meilleurs investissements.

Garantir un accompagnement des entreprises sur le long terme constitue une troisième condition d'efficacité d'une politique en faveur du capital-investissement. C'est pourquoi il est risqué de mettre brutalement fin à l'intervention publique dans ce domaine, sous peine de

[6] Il s'agit du volume d'opportunités d'investissement reçu sur une période comprenant les propositions d'investissements apportées par des relations personnelles, des intermédiaires spécialisés, des évènements, des réseaux affiliés, ou par les entrepreneurs eux-mêmes.

fragiliser un écosystème dont la structuration s'établit sur une longue période. Des phénomènes d'apprentissage se produisent chez les investisseurs, qui enrichissent et peuvent durcir leurs critères d'évaluation des projets face aux éventuelles difficultés rencontrées dans le cadre de prises de participations antérieures. La croissance du nombre de sociétés de gestion n'est donc pas un gage de la maturité suffisant du marché et ne justifie pas un retrait immédiat de l'intervention publique – *a fortiori* en période de ralentissement économique.

Un quatrième levier nécessaire à l'émergence de leaders de la tech est la mobilisation de l'écosystème pour faciliter l'introduction en bourse et garantir sa réussite. À cet effet, les « investisseurs piliers », gestionnaires de renom qui s'engagent lors du processus d'IPO à souscrire une part importante des actions, sont essentiels. Très actifs aux États-Unis ou en Suède[7], leur présence peut être favorisée par des règles clairement définies comme à Hong-Kong, ou sous l'impulsion d'une volonté politique forte.

Enfin, l'accompagnement des entreprises passe par un soutien au développement à l'international, en particulier lorsque la profondeur du marché local est trop faible comme en Israël, ou lorsqu'il est morcelé, à l'instar du marché européen où les modes de consommation sont encore très diversifiés.

1.1.2.2 Des conditions qui historiquement faisaient défaut en France avant 2013[8]

À la différence des principaux acteurs étrangers du capital-investissement (États-Unis, Royaume-Uni, Suède, Israël), la France avait accumulé un retard sur trois points clefs : l'absence de flux d'affaires de start-ups, le manque de structuration de l'industrie du capital-investissement et l'absence de continuité sur le long terme de l'accompagnement des entreprises, jusqu'à leur introduction en bourse et sur le plan international.

- Un flux d'affaires de start-ups peu abondant :

  En France, la part des entreprises en « forte croissance »[9] était plus faible que dans la plupart des autres pays européens jusqu'au milieu des années 2010 : elles étaient concentrées dans le secteur des services (activités d'information et de communication notamment) et étaient significativement plus petites que dans la plupart des pays européens.

- Un écosystème du capital-investissement lent à se développer :

  L'écosystème du capital-investissement français a tardé à se mettre en place. Avant la création de Bpifrance, le poids des levées de fonds dans le PIB se situait dans la moyenne européenne, mais bien en-dessous des niveaux constatés au Royaume-Uni ou en Suède. Par ailleurs, le capital-investissement français réalisait structurellement de petites opérations, si bien qu'au début des années 2010, les start-ups les plus importantes ne pouvaient pas trouver de fonds français pour des tickets unitaires importants.

---

[7] Entre 2014 et 2017, il y a eu au moins un investisseur pilier dans 65% des introductions de bourse suédoise avec une levée de capital supérieure à 36 M€ : source, Engman, Jonathan LU and Leveen Pehrson, Markus « Cornerstone Investors on the Swedish IPO Market-Salvation ou Damnation ? » 2017.

[8] Loi n°2012-1559 du 31 décembre 2012 relative à la création de la Banque publique d'investissement

[9] La notion de start-up est difficile à appréhender dans les statistiques, qui examinent en général les « entreprises en forte croissance », c'est-à-dire 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.

- Un accompagnement défaillant des entreprises sur le long terme :

  La France pâtit d'un déficit historique de fonds « *late stage* », mais aussi de fonds de pré-IPO, qui interviennent lorsque l'introduction en bourse est la voie choisie par l'entreprise[10]. Ces lacunes dans le financement des entreprises matures visant à court ou moyen terme une entrée en bourse sont anciennes et n'étaient pas résolues à l'aube de la crise sanitaire, comme l'a souligné le rapport de Philippe Tibi[11], remis en juillet 2019 au Gouvernement.

  Selon ce rapport, ces faiblesses expliquent le faible nombre d'entreprises technologiques françaises cotables sur les marchés (« défaillance d'offre de titres »). En outre, ces entreprises cotables, se tournent parfois trop tôt vers l'introduction en bourse pour rechercher les liquidités nécessaires : elles manquent alors d'un soutien de la part « d'investisseurs piliers » qui garantissent auprès des autres investisseurs la qualité des actions mises en vente (« défaillance de demande de titres »).

- Cette dernière défaillance s'explique par la quasi-absence de fonds de retraite par capitalisation en France. Avec peu d'expertise dans le domaine, les fonds généraux d'assurance-vie sont aussi sous-exposés aux valeurs technologiques (7 % des encours des organismes de placement en assurance-vie en France contre 19 % des encours des investisseurs américains). Début 2019, peu de grands gestionnaires d'actifs français géraient des fonds « *global tech* » susceptibles d'aider les dirigeants d'entreprises technologiques pour l'introduction en bourse et pour les tours d'investissements « pré-IPO » précédant la mise sur le marché.

1.2 Un besoin de structuration du marché du capital-investissement

1.2.1 L'échec des dispositifs visant à faire émerger le capital-investissement privé

Le financement des entreprises françaises est pénalisé par une allocation de l'épargne des ménages centrée sur des classes d'actifs non risquées. Le taux d'épargne en France est supérieur à la moyenne européenne, mais plus de 62 % de l'épargne financière est placée sur des produits de taux dont la valeur est garantie.

Des dispositifs ont été mis en place dès la fin des années 90 pour inciter les ménages français à investir dans des placements plus risqués (« Fonds Communs de Placement dans l'Innovation » FCPI en 1997 et « Fonds d'Investissement de Proximité » FIP en 2003). En contrepartie de la prise de risque, les épargnants bénéficient d'avantages fiscaux. Malgré cette incitation fiscale, l'épargne mobilisée par les FCPI et FIP reste modeste, avec des levées de fonds limitées, inférieures à 1 Md€.

[10] Ils ont aussi pour rôle d'accompagner les dirigeants pour maximiser la valeur de l'entreprise lors de cette introduction.

[11] « Financer la quatrième révolution industrielle », P. Tibi, Juillet 2019

1.2.2 Deux mécanismes mobilisables par l'investisseur public

La faiblesse de l'industrie du capital-investissement en France explique le consensus politique, au début des années 2010, sur la nécessité de créer une banque publique d'investissement pour structurer un écosystème capable de répondre aux besoins des entreprises. L'intervention des pouvoirs publics peut prendre deux voies complémentaires et non exclusives l'une de l'autre.

- **L'investissement direct en soutien au développement des entreprises**

L'investisseur public peut tout d'abord financer les entreprises lorsque les investisseurs sont absents, soit en raison d'un contexte macroéconomique défavorable, soit en raison du caractère particulièrement risqué de segments par ailleurs jugés stratégiques. Ainsi, au début des années 2010, le segment du capital-risque était encore peu attractif pour les souscripteurs privés traditionnels. Les fonds d'investissement régionaux étaient insuffisamment développés pour répondre aux besoins et accompagner les entrepreneurs dans leurs projets. Les primo-ouvertures, en particulier des entreprises familiales étaient faiblement soutenues par les fonds privés.

Un premier mécanisme mobilisé par Bpifrance répond de manière rapide aux besoins ponctuels des entreprises. Il consiste à investir directement sur ses ressources propres ou sur crédits publics sur des segments ou secteurs insuffisamment couverts par le marché. Par rapport à des sociétés de gestion privées, Bpifrance peut assurer un accompagnement des entreprises pour une durée plus longue, en investissant à partir de ses propres fonds propres.

Pour la banque publique, cet outil peut jouer un rôle exploratoire et permettre d'impulser de nouvelles dynamiques de politique industrielle en concentrant les investissements sur certains secteurs risqués. Ainsi, un des enjeux du Plan Deep Tech[12] lancé par l'État et Bpifrance en 2019, dans la continuité des premiers investissements réalisés dans le domaine industriel[13] depuis 2015, est de renforcer les liens avec les laboratoires de recherche pour favoriser la création d'un flux de start-ups à l'origine d'innovations à fort contenu technologique et avec des perspectives concrètes d'industrialisation.

- **L'investissement via des fonds de fonds en soutien à la structuration de l'écosystème**

Ces investissements exploratoires doivent conserver un objectif de rentabilité et ne pas être décorrélés du marché : ils doivent démontrer la rentabilité du segment afin d'y attirer les investisseurs privés. Le rôle de l'investisseur public est aussi de susciter l'émergence de fonds professionnels privés, susceptibles d'attirer des souscriptions importantes de la part d'investisseurs français et internationaux.

À cet effet, Bpifrance fait appel à un second mécanisme, celui des fonds de fonds, avec des véhicules d'investissement souscrits principalement mais non exclusivement par des acteurs publics (État, CDC, Bpifrance, Fonds Européen d'Investissement) et qui investissent dans des fonds gérés par des sociétés de gestion privées, qui elles-mêmes investissent dans des

[12] Selon le référentiel élaboré par Bpifrance, le terme deeptech qualifie des technologies ou combinaisons de technologies de rupture caractérisées par 4 critères : (i) un lien avec la recherche, (ii) avec des verrous technologiques à lever, (iii) offrant un avantage fortement différenciateur, (iv) avec un *go-to-market* (développement, industrialisation, commercialisation) long et complexe et donc probablement capitalistique. (Source : Bpifrance, Génération Deeptech, 2019).

[13] Via un véhicule spécifique nommé « Société de Projets Industriels » et créé en 2015.

entreprises. Ce mécanisme doit permettre de démultiplier l'accompagnement des entreprises, et vise à agir en profondeur sur la structuration du marché.

La politique de fonds de fonds présente des délais de mise en œuvre en général plus longs que le mécanisme d'investissement direct[14] et son positionnement doit évoluer en fonction de la mutation observée, avec une réduction progressive de l'intervention dans les fonds les plus matures pour laisser les acteurs privés prendre le relai.

Le difficile équilibre entre la durée de vie des fonds et le développement des entreprises

Il existe deux modèles d'investissement sur le marché du capital-investissement, les deux étant pratiqués par Bpifrance. Chacun de ces modèles entraîne des avantages et des inconvénients en termes de fonds propres ou de liquidité.

Un premier type d'investissement consiste à investir sur ses fonds propres. Dans ce cas, on ne passe pas par l'intermédiaire d'un fonds et on investit directement dans les entreprises. Ce modèle permet de s'affranchir en grande partie de la contrainte de liquidité, puisqu'il n'y a pas de souscripteur à satisfaire, ni de contrainte de vie limitée du fonds. Il permet ainsi d'accompagner les entreprises selon leur propre calendrier. Mais il est très coûteux en fonds propres. En effet, l'intégralité des actifs est prise en compte dans le calcul des ratios de solvabilité, avec une pondération très élevée. A la connaissance de la Cour, en dehors de Bpifrance, trois réseaux bancaires s'appuient sur ce modèle.

Le second type d'investissements concerne les investissements pour compte de tiers. Dans ce cas, la société de gestion reçoit un mandat pour gérer les sommes confiées par des particuliers ou des professionnels qui souhaitent en général obtenir un retour sur investissement à l'issue d'une période définie.

La majorité des fonds de *private equity* en France sont des fonds dits « fermés », dont la durée de vie est limitée à dix ans, avec en général cinq ans de période d'investissement et cinq ans de période de désinvestissement. Dans ce modèle, les sociétés de gestion sont obligées de se refinancer auprès de souscripteurs tous les cinq ans. Les frais de gestion, calculés sur la base d'un pourcentage de la taille du fonds conformément aux pratiques du marché, diminuent mécaniquement pendant la période de désinvestissement. La rotation du capital du fonds imposé par ce mécanisme n'est pas nécessairement en phase avec le développement des entreprises dans lesquelles le fonds a investi.

Un autre type de fonds, dits « *evergreen* », correspond à des véhicules d'investissement sans date prédéfinie de clôture. La date de sortie de l'entreprise dépend des intérêts combinés de la société et des investisseurs, avec des cessions en général envisagées au moment où la société a atteint un seuil de performance suffisant ou lorsque le marché est le plus favorable. Bien que ces fonds soient contraints de conserver un niveau de cash important, ils offrent moins de garantie de liquidités que les fonds classiques. À ce jour d'ailleurs, Bpifrance ne souscrit pas à des fonds « *evergreen* » dans le cadre de ses interventions en fonds de fonds. Elle considère en effet que la levée de fonds successifs constitue la manière la plus saine de faire fonctionner le capital-investissement puisque lorsque les performances ou le comportement d'équipes ne sont pas satisfaisants, Bpifrance ne souscrira pas dans un éventuel fonds successeur.

[14] Temps de constitution du fonds de fonds, délai de souscription dans les fonds partenaires puis délai d'investissement des fonds partenaires dans les entreprises.

Dans ce type d'intervention, il n'y a pas de contraintes prudentielles (contraintes sur les fonds propres) pour la banque qui investit pour compte de tiers mais uniquement une contrainte de liquidité et de refinancement à une date fixée pour l'entreprise qui est financée.

1.3 Un mode d'intervention compatible avec le cadre européen des aides d'État

Le choix des instruments opéré par la France pour soutenir le développement de son industrie du capital-investissement et favoriser l'émergence des start-ups est conforme aux normes européennes encadrant les aides d'État.

Dans sa communication du 27 juillet 2015[15], la Commission européenne a intégré Bpifrance à la catégorie des banques nationales de développement[16] (BND), aux côtés de la Caisse des dépôts et consignation (CDC) ou de KfW pour l'Allemagne. Elle justifie l'existence des BND dans les cas où un opérateur doté d'un mandat public est mieux placé qu'une entreprise privée pour combler les défaillances de marchés préjudiciables à la croissance future.

La Commission identifie cependant des risques, contre lesquels la législation nationale et le statut de la BND doivent permettre de se prémunir. Il s'agit notamment du risque de pertes en capital pour les gouvernements, d'interférences politiques dans l'affectation des investissements, du maintien de structures de marché inefficaces, de secteurs surcapacitaires, du soutien à des entreprises en difficulté, ou encore de l'éviction des bailleurs de fonds du secteur privé, freinant le développement du secteur financier.

S'agissant plus particulièrement de l'activité des fonds d'investissements et fonds de fonds, la Commission insiste, au titre des bonnes pratiques, sur plusieurs points fondamentaux.

En premier lieu, leur action ne doit pas fausser le marché**,** et il est donc nécessaire de préserver l'égalité des conditions de concurrence entre entreprises publiques et privées.

La Commission demande aussi que les BND soient gérées avec professionnalisme et possèdent le nécessaire degré d'indépendance. À ce titre, elle juge nécessaire la séparation entre les fonctions de supervision du conseil d'administration, qui établit le lien avec le gouvernement, et la partie opérationnelle qui doit demeurer « libre de toute interférence politique ».

Elle souligne également la nécessité de concentrer l'activité sur des projets économiquement viables et fonctionnant avec une rentabilité suffisante, même si celle-ci peut être inférieure au coût des capitaux propres des opérateurs privés, pour préserver la solidité financière sans injections continuelles de capitaux de la part des pouvoirs publics. Sans fixer de règles juridiquement contraignantes, elle insiste sur la nécessaire vigilance sur le risque de réputation sur les marchés. Elle se réfère aussi, sans les nommer, aux normes les plus exigeantes

[15] Communication de la Commission au parlement européen et au Conseil « Travailler ensemble pour l'emploi et la croissance : la contribution des banques nationales de développement (BND) au plan d'investissement pour l'Europe », COM(2015) 361, 22 juillet 2015.

[16] Entités juridiques exerçant des activités financières à titre professionnel, auxquelles un État membre […] confère le mandat de mener des activités publiques de développement ou de promotion.

en matière de transparence et de responsabilité, et à l'exercice d'une surveillance prudentielle par une entité distincte.

Cette communication ne crée pas un cadre juridique spécifique pour les BND, mais procède plutôt à un rappel permettant d'articuler l'existence et les missions des BND avec la doctrine sur les aides d'État. La Commission ne délivre ainsi pas d'agrément lors de la création d'un tel établissement. Elle invite cependant les États à lui soumettre leur projet afin qu'elle s'assure de la conformité avec la règlementation européenne. Créée en 2012 avant la communication, Bpifrance n'a pas été soumise à cette procédure. Son existence et sa légitimé sont cependant confortées, dès lors qu'elle développe une activité compatible avec les principes de l'intervention des BND sur les défaillances de marché et donc avec la doctrine sur les aides d'État (article 107 TFUE).

Les lignes directrices relatives aux aides d'État visant à promouvoir les investissements en faveur du financement des risques[17] ont précisé les conditions d'attribution d'aides en capital non considérées comme des aides d'État : cette règlementation s'applique aux aides de montants supérieurs à 15 M€ par entreprise, destinées à faciliter l'accès des PME et des entreprises à moyenne capitalisation européennes au financement.

L'intervention de l'État, ou d'une entité qu'il contrôle, dans le capital d'une entreprise n'est pas considérée comme une aide d'État si elle est effectuée à des conditions qu'aurait acceptées un investisseur privé agissant dans des conditions normales d'une économie de marché[18]. Dans cette situation, l'entité publique sera comparée à une société de portefeuille privée ou à un groupe privé poursuivant une stratégie d'investissement et elle doit pouvoir justifier les éléments ayant fondé son analyse économique et financière (notamment des éléments de comparaison avec des interventions privées dans des secteurs identiques)[19]. Un des critères est la participation des investisseurs privés dans les mêmes conditions de risque et de rémunération (opération pari passu) mais dont le paramétrage est fonction du stade de développement et du niveau de risque de l'entreprise.

Une dernière condition à respecter est de garantir que les mesures d'aides servent à attirer et non à remplacer des financements privés : à cet effet, le pourcentage minimal de participation des investisseurs privés est fixé entre 10 % et 60 %, en fonction de l'ancienneté et du niveau de risque de l'entreprise[20].

CONCLUSION INTERMÉDIAIRE

L'action publique a pour objectif le renforcement des fonds propres des entreprises françaises, dont le niveau de dettes, structurellement élevé, s'est accru suite à la pandémie de la Covid 19. Elle supplée le financement par crédit bancaire, inadapté au financement de start-ups qui peuvent difficilement faire face à des échéances de prêts régulières alors que leur activité ne génère pas encore de chiffre d'affaires.

L'intervention publique est apparue d'autant plus légitime que la France avait, avant la création de Bpifrance et en comparaison d'autres pays, accumulé des retards sur plusieurs

[17] JOUE C19 du 22 janvier 2014.
[18] Vademecum des aides d'État, ministère de l'économie, des finances et de la relance, édition 2020.
[19] Les aides d'État, rapport de l'inspection générale des finances, juin 2015.
[20] Vademecum des aides d'État, *op.cit.* page 331

points. Les soutiens apportés à l'innovation et aux start-ups s'étaient révélés insuffisants. L'industrie du capital-investissement était peu structurée, inapte à fournir les financements adaptés aux besoins des entreprises. Enfin, les quelques entreprises françaises ayant réussi leurs premières levées de fonds se trouvaient rapidement démunies pour progresser sur le marché français puis à l'international.

La création de Bpifrance devait aussi permettre d'identifier et de faire naître les outils pertinents pour répondre à ces enjeux. Elle marque un tournant dans l'action publique sur le marché du capital-investissement, en proposant de façon proactive deux types d'instruments. Le premier, l'intervention publique directe, consiste à prendre des participations auprès d'entreprises présentant de réels atouts pour l'économie française mais qui pâtissent d'un déficit de financement du fait de leur positionnement sur des segments risqués ou parce que la conjoncture n'est pas favorable. Le second outil, celui des fonds de fonds, consiste à investir via un fonds, dans un autre fond géré de façon indépendante par une société de gestion : ce mécanisme permet de faire émerger et grandir des fonds professionnels privés susceptibles d'accompagner à leur tour les entreprises françaises.

L'action de Bpifrance sur le marché du capital-investissement s'inscrit dans le cadre de la règlementation sur les aides d'État. Cette règlementation européenne autorise en ce type d'intervention, sous réserve du respect de critères permettant de s'assurer que l'entité publique ne fausse pas le marché : à cet effet, les investissements doivent répondre à des exigences de rentabilité et être réalisés dans des conditions normales d'une économie de marché.

---

2 UNE DIVERSIFICATION IMPORTANTE DE L'ACTIVITÉ D'INVESTISSEMENT

2.1 Une doctrine d'intervention au service de l'intérêt collectif

Depuis sa création en 2012, la loi a fixé à Bpifrance une mission principalement centrée sur le soutien au développement des PME et ETI : ce mandat, ainsi que les principales modalités d'action de la banque publique, ont été présentés au Parlement[21].

Bpifrance s'est dotée d'une doctrine d'intervention[22] qui expose les principes fondamentaux guidant son action sur le marché du capital investissement et qui est cohérente avec les exigences européennes. La déclinaison de cette doctrine d'action repose sur plusieurs principes :

Tout d'abord, elle s'inscrit dans la continuité de la doctrine globale de Bpifrance, et à ce titre, se concentre sur les segments de marché caractérisés par une insuffisance de fonds privés (amorçage, capital-risque, capital-développement, capital-transmission, entreprises rentables de l'économie sociale et solidaire, fonds mezzanine[23]). Il s'agit de financer, par des interventions en fonds propres – sur les ressources du groupe ou celles d'investisseurs tiers dont elle assure la gestion – le développement et la croissance des TPE et des PME afin de favoriser l'émergence, la consolidation et la multiplication des ETI. Certains secteurs d'activité sont exclus du champ d'intervention[24].

La banque publique va au-delà des exigences européennes en matière d'aides d'État : elle place son intervention au service l'intérêt collectif, complète son approche financière par une logique d'investisseur socialement responsable (ISR), et prend en compte des critères dits « ESG » (environnementaux, sociaux, gouvernance) dans l'examen des projets d'investissement. La grille d'analyse qui oriente ses décisions d'investissement intègre, outre les critères financiers habituels (profitabilité, soutenabilité, liquidité), une appréciation de la pertinence de l'investissement au regard de son impact sur la compétitivité de l'économie française, avec un horizon d'investissement potentiellement plus long que celui généralement accepté par des investisseurs privés.

S'agissant plus spécifiquement de son intervention en matière de capital investissement, Bpifrance privilégie l'apport d'argent frais afin de contribuer réellement à la croissance et au développement des entreprises. En d'autres termes, elle ne se substitue pas à un investisseur déjà présent dans l'entreprise qui chercherait à se désengager – sauf dans certaines situations

[21] « Bpifrance : une mise en place réussie, un développement à stabiliser, des perspectives financières à consolider », Cour des comptes, novembre 2016.

[22] Instruction 2019/0077 du 27 juin 2019, remplaçant l'instruction 2014-0042 du 14 avril 2014.

[23] La dette mezzanine se situe entre la dette senior et les fonds propres.

[24] Sociétés dédiées au financement de projets de construction d'infrastructures, entreprises ayant une activité principale de promotion ou de foncière immobilière, organes de presse d'opinion et instituts de sondage, sociétés d'économie mixte qui relèvent de la compétence de la Caisse des Dépôts, banques et compagnies d'assurance (hors fintechs, précisément définis, pour lesquelles une participation est donc possible).

particulières. Ainsi, Bpifrance Investissement prend le relais du capital-investissement privé ou la sortie de cote par un rachat de titres, dans les trois cas de figure suivants :

- La transmission générationnelle d'une PME ;
- La sortie d'une partie des investisseurs historiques dans des entreprises à fort potentiel de croissance notamment innovantes ;
- Le rachat de participations pour maintenir une présence significative d'investisseurs français au capital d'entreprises considérées comme sensibles ou stratégiques.

Enfin, Bpifrance se définit comme un investisseur avisé intervenant aux conditions de marché, c'est-à-dire dans les mêmes conditions juridiques et financières que les co-investisseurs (principe du *pari passu*). Bpifrance retient, parmi les principaux critères d'investissement, la recherche de la rentabilité de l'investissement, en tenant compte du fait que la jurisprudence européenne reconnait l'existence d'une spécificité publique permettant une recherche de rentabilité sur le long terme[25]. La banque publique est rarement le « *lead investor* » (*i.e.* chef de file) et recherche systématiquement des co-investisseurs privés afin de créer un effet d'entrainement sur l'investissement privé. Les éléments justifiant l'intervention publique sont examinés en comités d'investissement.

2.2 Une intervention globalement conforme à cette doctrine, quelques problèmes ponctuels d'articulation entre les différents instruments

2.2.1 Une spécialisation des équipes par segment en cohérence avec la finalité des fonds

Bpifrance gère, à fin 2021, près de 90 fonds et fonds de fonds, soit 44 Md€ d'actifs. Une vingtaine d'entre eux, représentant près de 10 Md€, sont gérés pour le compte de tiers, dont l'État dans le cadre du programme d'investissement d'avenir (PIA) et du plan France 2030. Au plan technique, les fonds gérés pour le compte de l'État sont budgétés via le SGPI qui joue un rôle opérationnel déterminant. Au plan juridique, c'est l'EPIC Bpifrance doté de la personnalité morale qui, grâce à ces financements, souscrit l'intégralité des parts, sans intervention du SGPI dans le processus de souscription ou encore dans les procédures de mise à disposition effective des financements auprès des fonds, tout au long de leur durée de vie.

Le reste des fonds gérés par Bpifrance, soit 34 Md€, est financé à partir des fonds propres de la banque publique.

Le groupe Bpifrance privilégie une organisation par métiers, plus que par entités juridiques pour favoriser la spécialisation des équipes, dont le professionnalisme est d'ailleurs salué par de nombreux acteurs publics et privés.

Les fonds et prises de participations directs relèvent de deux directions au sein de la banque publique :

[25] Vademecum des aides d'État, op. cit., page 41

- Les équipes de la direction de l'innovation (25 fonds gérés) investissent en direct sur le segment du capital-risque, dans des start-ups et scale-ups[26] françaises non encore rentables mais positionnées sur des secteurs d'avenir, en particulier dans les biotechnologies, les écotechnologies, le numérique et les industries créatives. Les équipes d'investissement sont structurées par pôles dédiés à des secteurs ou des stades d'intervention précis.

- La direction du capital développement investit directement en fonds propres, quasi-fonds propres et dettes afin de soutenir les PME, ETI et grandes entreprises françaises dans leur développement. Implantée sur l'ensemble du territoire avec 49 bureaux régionaux, cette direction est chargée, via une quinzaine de fonds, des activités de *large cap* (ETI et GE françaises, 15 Md€ sous gestion) et de Mid Cap (croissance des PME et ETI indépendantes à fort potentiel, 1,6 Md€ sous gestion), mais également des investissements en *small cap* (PME, 1,5 Md€ sous gestion, 19 fonds). Des partenariats avec des fonds souverains (1 Md€ sous gestion) et la gestion de fonds spécialisés (Tourisme, Filières, FAA, SPI, Lac I, soit 6,5 Md€ sous gestion) complètent ces interventions[27].

La direction fonds de fonds assure également la gestion des participations dans les fonds partenaires souscrits via les fonds de fonds, soit sur fonds propres de Bpifrance soit pour le compte de tiers. Elle gère au total près de 30 véhicules d'investissement.

2.2.2 L'intervention directe : une approche généraliste qui demeure ciblée sur les défaillances de marché

En cohérence avec la spécialisation des équipes et la structure du marché, les fonds sont spécialisés sur les différents segments du capital-investissement. Ponctuellement, l'articulation entre fonds relevant d'une approche sectorielle ou territoriale peut soulever des difficultés.

2.2.2.1 En capital-innovation, des difficultés d'articulation ponctuelles entre véhicules d'investissement

L'intervention de Bpifrance en matière de capital-innovation se fait à travers de nombreux véhicules d'investissement qui proposent des tickets compris entre quelques centaines de milliers d'euros, pour les phases d'amorçage et de co-investissement avec les « *business angels* », et 50 M€ pour le stade d'expansion (*growth*), concernant des entreprises innovantes non encore rentables mais avec une forte dynamique de développement.

[26] Jeunes entreprises déjà sorties du statut de start-up : l'entreprise a recruté des salariés, s'est déjà structurée, a mis en place une stratégie de croissance et a levé des fonds, mais avec une valorisation encore limitée.

[27] Annexes 3, 4, 5, 6.

2.2.2.1.1 Des fonds PIA spécialisés par segment pour financer les stades de développement jugés risqués par les investisseurs privés.

S'agissant des toutes premières phases de développement, le fonds Ambition Amorçage Angels, doté de 50 M€ avait pour objectif de soutenir les *business angels*[28]. Ce fonds PIA n'a pas été reconduit mais Bpifrance a mis en place un fonds de co-investissement avec les *business angels* de deuxième génération, et financé sur ses fonds propres (poche « *seed* » du fonds Digital Venture). En parallèle, les fonds French Tech Accélération (FTA 1 doté de 200 M€ en 2015 et FTA 2 doté de 100 M€ en 2021) viennent accroître l'offre d'accompagnement des jeunes entreprises. Les start-ups sont aussi soutenues par le fonds PSIM – Programme de soutien à l'innovation majeure, doté de 270 M€ : ce fonds, qui a financé des entreprises au profil hautement technologique[29], permet d'accompagner la croissance des seuls lauréats de la phase 3 du Concours Mondial d'Innovation. Le fonds French Tech Seed cible quant à lui les start-ups de la *Deep Tech* de moins de 3 ans : son enveloppe initiale de 500 M€ a été accrue de 160 M€ dans le cadre de la pandémie[30] pour aider les entreprises à surmonter la crise (« French Tech Bridge »).

L'investissement industriel pâtit de la faible appétence des investisseurs privés et les fonds Sociétés de Projets Industriels (SPI) se concentrent en conséquence sur la phase d'industrialisation des technologies innovantes et la transformation des modes de production. Le SP1 a été doté de 700 M€, complétés par 100 M€ que la Banque européenne d'investissement a souscrit dans le fonds SPI-BEI (soit une taille totale de 800 M€). Le SP2 annoncé dans le cadre de France 2030 a une taille cible de 1,0 Md€. La spécificité des fonds SPI est d'être des partenaires de long terme, qui accompagnent les entreprises tout au long de leurs projets et en partageant les risques liés à l'industrialisation. Le nouveau fonds de fonds FNVI (« Fonds National de Venture Industriel ») du PIA complètera leur action.

2.2.2.1.2 Une poche *large venture* sur les fonds propres de Bpifrance

Sur ses fonds propres, la banque publique intervient en participations directes, via une poche appelée *large venture*. Il ne s'agit pas d'un fonds d'investissement et la banque cible avec cet outil les sociétés technologiques à très fort potentiel. À fin 2021, 1,2 Md€ avaient été investis. Cette poche a été complétée récemment par la partie *large venture* du fonds Bpifrance Innovation I.

2.2.2.1.3 Plusieurs fonds gérés sur fonds propres ou pour compte de tiers combinent une approche sectorielle et par segment, au risque de possibles recoupements

Ces fonds suivent une double logique. Ils interviennent sur des segments spécifiques du capital-investissement et des secteurs insuffisamment financés par les fonds privés.

[28] Personne physique qui décide d'investir une partie de son patrimoine financier dans des sociétés innovantes à fort potentiel. Il s'agit souvent d'un cadre d'entreprise en activité ou d'un entrepreneur.

[29] Wandercraft, Bioserenity, SNIPS.

[30] Seuls 115 M€ ont été consommés, le capital innovation n'ayant pas freiné pendant la pandémie.

- Transition énergétique : Les fonds Ecotech 1 et 2 du PIA ciblent des prises de participation dans des PME et articulent leur action avec le fonds Ville de demain qui intervient en capital-risque auprès de sociétés de technologies et services dans le domaine de la « Ville Intelligente ».
- Numérique : Le fonds Ambition numérique lancé en 2011 dans le cadre du PIA[31], est dédié aux start-ups du numérique, pour des tickets inférieurs à 10 M€. Il a été complété en 2018 par un fonds successeur lancé sur fonds propres de Bpifrance (partie Digital Venture du fonds Bpifrance Innovation I).
- Défense : Le ministère des Armées a confié en 2020 à Bpifrance, son nouveau Fonds Innovation Défense[32]. Il s'agit notamment de soutenir des entreprises innovantes dont les technologies peuvent trouver application dans les domaines militaires et civils. Le fonds Definvest confié à Bpifrance par le ministère des Armées en 2018 et dédié au soutien d'entreprises d'intérêt stratégique pour le secteur de la défense, peut également investir sur des projets innovants.
- Industries créatives : Sur les fonds propres, le fonds ICC/Tech & Touch complète les fonds de petite taille en phase de pré-liquidation.
- Santé : les fonds InnoBio 1 (2009) et 2 (2018) gérés par Bpifrance sur ses fonds propres, investissent dans les entreprises biotechnologiques en liens avec le développement de nouveaux médicaments.
- Le fonds d'accélération Biotechnologies Santé (FABS) du PIA a été mis en place en 2016, initialement pour intervenir directement et indirectement ; il a été recentré sur une activité de fonds de fonds pour limiter la concurrence avec les fonds Innobio. Il intervient pour des opérations d'amorçage et de développement d'entreprises spécialisées dans les produits thérapeutiques, les dispositifs médicaux, les plateformes technologiques et les services scientifiques en lien avec le domaine hospitalier.
- Le fonds Biothérapies innovantes et Maladies rares créé en 2013 sur fonds propres mais souscrit par le fonds national d'amorçage (le FNA, un fonds de fonds du PIA) finance les projets thérapeutiques spécifiques.
- Enfin, le fonds Patient Autonome, lancé en 2018 par Bpifrance sur ses fonds propres est dédié aux start-ups du domaine de la santé numérique.

Si l'approche par secteur et par segment prioritaire a vocation à perdurer, notamment au travers des fonds PIA, le cloisonnement des fonds de capital-risque gérés sur les fonds propres de Bpifrance devrait en revanche disparaître au cours des prochaines années avec le projet « Piscine ». Il serait souhaitable que cet effort de rationalisation soit étendu, avec l'accord du SGPI, à l'ensemble des fonds PIA dont la profusion nuit à la lisibilité.

Le projet « Piscine »

En 2018, face au constat d'un nombre croissant de fonds et d'une complexification des opérations de gestion (multiplication des co-investissements entre fonds, risque de représentation de la banque

[31] Doté de 300 M€. Les produits de cession et dividendes de ce fonds devaient initialement revenir à l'État dans le cadre du PIA. Le transfert des actifs internationaux de la CDC à Bpifrance a conduit l'État, pour maintenir l'équilibre entre actionnaires, à transférer les actifs de ce fonds à Bpifrance, qui a encaissé les plus-values finales.

[32] Taille cible de 400 M€. Actifs sous gestion à fin 2021 : 100 M€, 10 M€ investis.

par plusieurs équipes auprès des entreprises), Bpifrance a engagé une démarche de simplification du périmètre de gestion (hors fonds partiellement ou intégralement gérés pour compte de tiers).

Cette simplification se traduit par la clôture anticipée et la gestion extinctive de fonds anciens (fonds rance Investissement Croissance et France Investissement Régions FIR notamment[33]) pour les remplacer par des fonds structurés sous forme d'enveloppes correspondant aux stratégies d'investissement des différents métiers.

En capital-développement, le fonds *equity* (Bpifrance Capital I) et le fonds « mezzanine » (Bpifrance Mezzanine I) poursuivent à la fois une logique d'investissement généraliste et une logique sectorielle, via des enveloppes indicatives d'investissement.

En capital-innovation, le fonds Bpifrance Innovation I porte les investissements directs de moins de 10 M€. Il complète les initiatives du PIA en matière d'écotechnologie, de numérique[34] et dans le domaine de la « Medtech »[35].

Cette nouvelle organisation offre davantage de souplesse dans la gestion des fonds et le déploiement des investissements. Les nouveaux fonds créés ont des durées de vie très longue (entre 15 et 25 ans) ce qui permet de redéployer les financements. Ainsi, si davantage d'investissements s'avèrent nécessaires dans un secteur donné, il est plus aisé de réorienter les financements entre des poches sectorielles d'un même fonds généraliste, que de créer un nouveau fonds sectoriel.

Le ciblage des actions de Bpifrance sur le segment du capital-risque est globalement conforme à la doctrine d'investissement de la banque, en finançant des secteurs ou des segments particulièrement risqués. La profusion des véhicules d'intervention, qui sont en cours de rationalisation, a pu entraîner ponctuellement des effets de concurrence regrettables entre fonds, comme ce fut le cas pour les fonds Innobio et FABS.

[33] Cf. *infra* pour la présentation de ces fonds.

[34] Actifs sous gestion de 360 M€ sur le fonds Bpifrance Innovation I, dont 62,5 M€ investis à fin 2021

[35] 75 M€ investis. La Medtech regroupe toutes les technologies destinées à l'environnement de soin et désigne aussi bien un site de prise de rendez-vous en ligne qu'un organe artificiel ou un robot chirurgical.

Tableau n° 1 : Synthèse des principales actions en innovation

Année de constitution	Nom du fonds	Taille	Secteur	Souscripteurs
2009	FONDS INNOBIO	173	Santé	Fonds propres +Tiers
2011	FONDS FSN PME-AMBITION NUMERIQUE	300	Numérique	Fonds propres
2012	FONDS ECOTECHNOLOGIES	225	Environnement	PIA
2013	FONDS BIOTHERAPIES INNOVANTES ET MALADIES RARES	50	Santé	PIA +Tiers
2013	LARGE VENTURE	1000	Généraliste	Fonds propres
2015	FONDS FRENCH TECH ACCELERATION	80	Numérique	PIA
2016	FONDS ACCELERATION BIOTECH SANTE (FABS)	100	Santé	PIA
2017	FONDS PSIM	270	Généraliste (jeunes entreprises)	PIA
2018	INNOBIO 2	141	Santé	Fonds propres +Tiers
2019	FRENCH TECH SEED	150	Généraliste	PIA
2019/2020	BPIFRANCE INNOVATION I - COMPARTIMENT DIGITAL VENTURE	360	Numérique	Fonds propres
2020	BPIFRANCE INNOVATION I - COMPARTIMENT LARGE VENTURE 2	750	Généraliste (jeunes entreprises)	Fonds propres
2021	FRENCH TECH ACCELERATION 2	25	Numérique	PIA
2021	FONDS INNOVATION DEFENSE	100	Défense	Tiers
2021	FONDS PATIENT AUTONOME	96	Santé	Fonds propres +Tiers

Source : Bpifrance

2.2.2.2 Sur le segment *small cap*, une intervention régionalisée à rationaliser

2.2.2.2.1 Avant la crise sanitaire, des interventions en *small cap* uniquement sur fonds propres

L'essentiel des interventions de Bpifrance sur le segment *small cap* est réalisé à partir de ses fonds propres selon une approche territorialisée, ciblée sur les entreprises industrielles. Les fonds France Investissement Régions (FIR) et l'enveloppe PME des fonds Bpifrance Capital et Bpifrance Mezzanine sont gérés par des équipes implantées localement. Les entreprises industrielles représentent 60 % de leur portefeuille. Le premier fonds FIR a été lancé en 2010 et a été suivi de trois générations de fonds, alimentés en partie par les retours sur investissements réalisés par les premiers.

L'investissement au travers des fonds régionaux vise un champ large, sans exclusions sectorielles, même s'il apparait que le logiciel et l'industrie sont davantage soutenus. Les projets

les plus financés sont des projets de croissance externe nécessitant un apport de fonds propres, ou des petites transmissions justifiant un accompagnement dans la durée de l'entreprise et de la nouvelle équipe dirigeante.

En valeur, la plupart des investissements réalisés en France par le capital-investissement sont concentrés en Ile-de-France et dans une moindre mesure en Auvergne-Rhône-Alpes (5,8 Md€ soient 32 % des investissements en montant). Ceci reflète en partie la présence d'un grand nombre de sièges sociaux dans ces territoires. En nombre d'opérations, 55%[36] des interventions des fonds régionaux *small cap* de Bpifrance concernent les régions hors Ile-de-France et Auvergne-Rhône-Alpes.

Bpifrance et les régions : une relation qui se renforce peu à peu

Compétentes en matière de développement économique, les régions constituent l'interlocuteur naturel du réseau territorial de Bpifrance : au 31 septembre 2022, Bpifrance était ainsi présente dans 127 fonds régionaux et interrégionaux. La demande d'adaptation de l'offre de Bpifrance aux spécificités régionales se heurte parfois aux contraintes liées aux modalités de son intervention.

En matière d'investissement direct, les liens de Bpifrance avec les régions se sont renforcés ces dernières années avec le choix de certaines régions de souscrire dans des fonds thématiques créés par Bpifrance.

En matière d'investissement indirect via des fonds de fonds, Régions de France a dans le passé regretté la difficulté de Bpifrance à mettre en œuvre des approches distinctes selon les régions, en fonction des projets portés par les collectivités. Le déploiement du fonds de fonds France Relance État-Régions (FFRER) tend à répondre à cette difficulté, en introduisant un nouveau mode de coordination des interventions État-Régions. Créé en 2021 dans le cadre du plan de relance et doté par l'État de 250 M€, le FFRER investit aux côtés des régions dans des fonds régionaux ou interrégionaux de capital-développement ou transmission à majorité privée. La souscription des régions doit être au moins égale à celle du FFRER. Ce fonds a connu un rapide déploiement depuis sa création en septembre 2021 mais les financements effectifs accordés sont encore modestes [37]. Si Régions de France déplore le refus opposé par Bpifrance d'accroitre la participation publique jusqu'à 70 % afin de suppléer l'absence d'investisseurs privés déjà fortement sollicités dans le cadre du plan de relance, ce refus est justifié par le respect des critères d'investissement du FFRER, la « thèse d'investissement » définie par l'État et par le souci de conserver à l'intervention de Bpifrance un caractère d'investisseur avisé.

C'est également pour ces raisons que la banque ne souscrit pas dans des fonds 100% publics dotés par les conseils régionaux, afin d'éviter que de possibles interactions politiques locales ne viennent renverser la présomption favorable d'absence d'aide d'État.

D'autres règles d'investissement comme le ticket maximum ou l'obligation d'adresser les petites PME ont été assouplies dans le cas du FFRER pour répondre davantage aux besoins locaux.

En parallèle de la montée en puissance des fonds régionaux, Bpifrance a mis en place des fonds dédiés à des filières prioritaires ou en difficulté.

[36] Soit 13 points de plus que la moyenne de France Invest.

[37] 97,5 M€ souscrits au 30/06/22 (109 M€ à fin novembre 2022 auprès de 11 fonds partenaires), mais au 30 juin 2022 seulement 2,8 M€ appelés et 4 entreprises financées à hauteur de 10,4 M€

Les fonds Bois et Éco-Matériaux investissent par exemple depuis 2009 dans la filière bois française et se sont progressivement ouverts à la transformation d'autres matériaux biosourcés, au papier et au carton.

Bpifrance opère aussi dans le secteur du tourisme, via les fonds France Investissement Tourisme créés en 2015 et en 2020, ainsi que via le Fonds Avenir et Soutien Tourisme (FAST), qui s'inscrit dans le plan de relance.

Ces interventions sont complétées par celles du fonds Definvest, dont l'activité est partagée entre les segments du capital-innovation et du capital-développement.

Au total, l'activité des fonds directs d'investissement s*mall cap* est concentrée sur des PME et petites ETI, conformément à la doctrine d'investissement. Elle combine différentes approches potentiellement concurrentielles (secteurs, segments et territoires), ces effets de concurrence étant amenés à s'estomper compte-tenu de la disparition programmée des anciens fonds sectoriels et régionaux. La montée en puissance des fonds généralistes dans le cadre du projet « Piscine », bien qu'accompagnée de la mise en place de « poches sectorielles », appelle une vigilance particulière pour conserver une approche de gestion territorialisée et adaptée aux besoins des filières économiques locales tout en préservant la lisibilité de l'intervention de Bpifrance et la spécialisation des équipes par segment.

Recommandation n° 1. (Bpifrance, Direction générale du Trésor, Agence des Participations de l'État) : Poursuivre la simplification des véhicules d'investissement gérés par Bpifrance sur ses fonds propres.

2.2.2.2.2 Dans le cadre du PIA, des interventions récentes mais peu mobilisées

L'intervention de Bpifrance dans le cadre du PIA sur le segment du s*mall cap* n'est pas sectorisée. Les initiatives, récentes, ont été prises pour faire face à la pandémie.

Les fonds PIA ont ainsi permis de lancer le fonds de renforcement des PME (FRPME) en 2020 qui intervient via des obligations à bons de souscription d'actions (OBSA) et finance les besoins en fonds de roulement. Doté de 100 M€, il a été très peu mobilisé, dans un contexte de coexistence avec les prêts garantis par l'Etat (PGE).

Plus récemment, suite à la crise sanitaire, Bpifrance Investissement a été sélectionné, aux côtés de six autres sociétés de gestion privées, pour gérer pour le compte des assureurs de la place le fonds d'investissement « Obligations relance ». Le dispositif a fait l'objet d'une importante communication. Avec des objectifs financiers ambitieux, une enveloppe initiale de seulement 200 M€ a été confiée à Bpifrance[38], sur un total de 1,7 Md€.

[38] Pour 6 M€ souscrits fin 2021 en *small cap*.

Tableau n° 2 : **Synthèse des principales actions en *small cap***

Année de création	Nom du fonds	Secteur	Souscripteurs	Taille
2010	FRANCE INVESTISSEMENT REGIONS 4	Régions	Fonds propres	150
2012	FRANCE INVESTISSEMENT REGIONS 1	Régions	Fonds propres	380
2012	FRANCE INVESTISSEMENT REGIONS 2	Régions	Fonds propres	100
2014	FRANCE INVESTISSEMENT REGIONS 3	Régions	Fonds propres	40
2014	FONDS BOIS 2	Energie et environnement	Fonds propres +Tiers	24
2015	FRANCE INVESTISSEMENT TOURISME	Tourisme	Fonds propres	100
2018	BPIFRANCE MEZZANINE I	Energie et environnement	Fonds propres	6
2018	BPIFRANCE MEZZANINE I poche généraliste PME Région	Régions	Fonds propres	61
2018	BPIFRANCE MEZZANINE I	Tourisme	Fonds propres	9
2018	BPIFRANCE CAPITAL I	Energie et environnement	Fonds propres	111
2018	BPIFRANCE CAPITAL I poche généraliste PME Régions	Régions	Fonds propres	572
2018	BPIFRANCE CAPITAL I	Tourisme	Fonds propres	122
2020	FONDS DE RENFORCEMENT DES PME	Généraliste	Fonds propres +PIA	94
2021	FONDS OBLIGATIONS RELANCES (poche)	Généraliste	Fonds propres	111
2022	FONDS DE RENFORCEMENT DES PME BOOSTER	Généraliste	Fonds propres + tiers (BEI)	50

Source : Bpifrance

2.2.2.3 Sur les segments m*id* et *large Cap*, une intervention généraliste, mais aussi partenariale pour soutenir la filière automobile

En *Mid Cap*, Bpifrance agit seule, sans intervention du PIA.

Elle dispose de fonds généralistes dont elle a hérité, les fonds France Investissement Croissance (FIC) mis en place entre 2007 et 2013, avant de créer leurs successeurs (FIC 5 en

2015 et FIC Dette Privée en 2017), pour investir dans des entreprises de taille intermédiaire avec des tickets inférieurs à 10 M€, via des participations en capital ou en dette mezzanine.

À ces fonds anciens se sont progressivement substitués des poches au sein des fonds généralistes, spécialisés par nature d'outil de financement[39] : Bpifrance Mezzanine (189 M€), Bpifrance Capital I (261 M€), Bpifrance Dette Privée II (créé en 2020, pour 200 M€) et enfin Bpifrance Capital II (créé en 2022).

Les fonds « Obligations relance » peuvent faire l'objet de tickets plus élevés et être gérés par les équipes *Mid Cap* (seuls 6 M€ souscrits en Mid Cap également).

Les fonds non généralistes de Bpifrance en *Mid Cap* suivent une logique partenariale : en plus de partenariats internationaux, la banque accompagne depuis longtemps la filière automobile française. Le Fonds Avenir Automobile (FAA)[40] de Bpifrance a ainsi été lancé en 2009 en partenariat avec les grands groupes industriels du secteur. Plus de dix ans après la création du FAA de rang 2, les montants souscrits restaient inférieurs aux ambitions initiales. Un nouveau fonds automobile, le FAA 2, a été mis en place en 2021, financé en partie sur fonds propres de Bpifrance, aux côtés de Renault, PSA/Stellantis et l'État. L'objectif de ce fonds est d'investir soit directement soit par l'intermédiaire d'autres fonds dans des sous-traitants automobiles français.

2.2.2.4 Sur les grandes entreprises, un équilibre qui reste à trouver au sein de l'Etat actionnaire

Le portefeuille de grandes entreprises est piloté par Bpifrance sous l'égide de ses deux actionnaires. Compte tenu de la pluralité des acteurs publics intervenant sur ce segment des grandes entreprises, une doctrine claire et partagée sur les périmètres de chaque acteur respectif permettrait renforcer la cohérence des interventions de l'Agence des Participations de l'État (APE), de la CDC et de Bpifrance, que ce soit sur ses fonds propres ou dans le cadre du PIA**.**

La Caisse des Dépôts a révisé récemment sa doctrine, sans que cela entraîne une harmonisation des doctrines de l'ensemble des acteurs. Elle a recentré ses participations stratégiques sur des secteurs prioritaires (infrastructures, immobilier, secteur financier et social, services aux territoires), tout en veillant à la bonne rentabilité des filiales. Elle investit aussi dans un portefeuille d'entreprises, souvent cotées, et selon une logique purement financière pour contribuer à son équilibre financier.

De son côté, l'APE indique investir en priorité dans des secteurs présentant des enjeux de souveraineté forte (militaire ou nucléaire), dans des grands services nationaux (SNCF, La Poste, EDF) ou encore dans des entreprises d'importance nationale dans des phases qui nécessitent des investissements provisoires de la part de l'actionnaire public (PSA/Stellantis, Dexia).

L'État prend ponctuellement d'autres initiatives en matière d'actionnariat de grandes entreprises stratégiques : ainsi, l'enveloppe spécifique « French Tech Souveraineté » de

[39] Fonds propres, dette mezzanine ou encore dette senior c'est-à-dire financement bancaire obtenu pour acquérir une entreprise grâce à un montage financier avec effet de levier.

[40] 500 M€ entièrement investis dont 170 M€ sur fonds propres de Bpifrance et 330 M€ souscrits par d'autres tiers comme PSA/Stellantis, Renault et quelques grands équipementiers.

650 M€, mise en place mi-2021 dans le cadre du PIA, vise à financer des entreprises sensibles pour la souveraineté nationale. Ce dispositif se distingue, dans sa gouvernance, du système des fonds habituellement employé par Bpifrance, car l'État, via l'EPIC Bpifrance intervient en investissant directement dans les entreprises, ce qui est un schéma atypique dans les relations entre l'EPIC Bpifrance et sa filiale Bpifrance Participations. Dans ce schéma, le comité d'investissement prend les décisions d'investissement et le conseil d'administration de l'EPIC Bpifrance n'est informé qu'*a posteriori* des opérations réalisées. Bpifrance ne gère donc pas pleinement les investissements (instruction, décision et suivi des investissements. L'État a ouvert à l'automne 2022 un fonds de 100 M€ prélevés sur une seconde enveloppe de 500 M€ de France 2030 et non encore affectée, pour permettre à Bpifrance de gérer un fonds répondant aux enjeux de souveraineté.

De son côté, la banque publique souscrit directement à des participations dans des grandes entreprises (pour un total de 21 Md€ à fin 2021). Cette participation s'effectue dans le cadre de sa doctrine d'investissement de juin 2013, adoptée par le conseil d'administration. STMicroelectronics en est un exemple.

La banque publique souscrit aussi des participations directes dans des ETI (1,9 Md€) et a créé en 2013 un fonds ETI 2020 pour contribuer à leur renforcement[41].

Enfin, la création du fonds LAC 1 (*infra*) témoigne du souhait de Bpifrance de mobiliser plus de ressources pour soutenir de grandes entreprises stratégiques pour l'économie française, quitte à faire appel à des investisseurs internationaux.

L'ensemble de ces interventions mériterait d'être coordonné. La Cour recommandait ainsi, dans son rapport sur la gestion des participations financières de l'État durant la crise sanitaire[42], de mettre à jour la doctrine d'intervention en capital dans les entreprises à participations publiques, en veillant à bien articuler les stratégies actionnariales des différents pôles de l'actionnariat public. La multiplication des instruments à vocation souveraine, y compris sur la période récente, appelle une mise en œuvre rapide de cette recommandation, pour renforcer la cohérence des doctrines d'intervention de l'ensemble des acteurs publics, afin de gagner en efficacité et en capacité de réaction.

Tableau n° 3 : Synthèse des actions en *Mid cap* et *Large cap*

Date de constitution	Nom du fonds	Secteur	Souscripteurs	Taille
2009	FONDS D'AVENIR AUTOMOBILE	Automobile	Fonds propres +Tiers	500
2010	FRANCE INVESTISSEMENT CROISSANCE 2	Généraliste	Fonds propres	180
2010	FRANCE INVESTISSEMENT CROISSANCE 3	Généraliste	Fonds propres	146
2010	FONDS D'AVENIR AUTOMOBILE RANG 2	Automobile	Fonds propres +Tiers	50

[41] 3 Md€ d'actifs sous gestion, 1,8 Md€ souscrits à fin 2021.
[42] Février 2022.

Date de constitution	Nom du fonds	Secteur	Souscripteurs	Taille
2014	FRANCE INVESTISSEMENT CROISSANCE 4	Généraliste	Fonds propres	130
2014	FONDS ETI 2020	Généraliste	Fonds propres	3 000
2015	FRANCE INVESTISSEMENT CROISSANCE 5	Généraliste	Fonds propres	195
2017	FIC DETTE PRIVÉE	Généraliste	Fonds propres	140
2018	BPIFRANCE CAPITAL I	Généraliste	Fonds propres	261
2018	BPIFRANCE MEZZANINE I	Généraliste	Fonds propres	189
2020	BPIFRANCE DETTE PRIVEE II	Généraliste	Fonds propres	200
2020	LAC I SLP	Généraliste	Fonds propres +Tiers	3 269
2021	FONDS OBLIGATIONS RELANCE (poche)	Généraliste	Fonds propres	111
2021	FONDS D'AVENIR AUTOMOBILE 2	Automobile	Fonds propres +Tiers	264

Source : Bpifrance

2.2.3 Les fonds de fonds : une palette d'instruments en soutien à l'industrie du capital-investissement

Dans la mesure où l'objectif premier de l'activité des fonds de fonds est de faire émerger un écosystème susceptible de financer les entreprises, il est logique que son intervention soit moins ciblée, plus large et plus homogène pour ne pas fausser le marché.

L'activité des fonds de fonds de Bpifrance s'inscrit à la fois dans le cadre du PIA et dans une démarche volontariste de Bpifrance sur ses fonds propres. L'action menée dans le cadre des investissements d'avenir couvre ainsi l'ensemble des segments du capital investissement, de l'amorçage, jusqu'au retournement. Sur ses fonds propres, Bpifrance agit notamment sur le capital-développement, avec des initiatives récentes pour couvrir des stades plus avancés de la croissance des entreprises.

2.2.3.1 Le capital-innovation : des interventions essentiellement dans le cadre du PIA

Les fonds nationaux d'amorçage (FNA) des PIA successifs ont été le principal instrument pour couvrir les premiers stades de développement des start-ups en investissant dans des fonds privés qui réalisent eux-mêmes des investissements dans de jeunes entreprises innovantes, en phase d'amorçage et de démarrage. Cette action a pu être complétée par d'autres interventions, dont beaucoup financées par le PIA (French Tech Accélération, Fonds Ambition Amorçage Angels, French Tech Seed). Le FNA 2 vise prioritairement les entreprises non cotées des secteurs technologiques prioritaires (santé, numérique, écotechnologie). Le succès de ces

fonds[43] traduit une montée en puissance de l'écosystème du capital-innovation, et les montants consacrés au FNA 3 devraient donc se réduire[44].

Les véhicules du PIA dédiés aux stades plus avancés sont plus nombreux.

Les fonds de fonds Multicap Croissance financés par le PIA, dont le premier (FFMC2) a été mis en place en 2014, ont vocation à investir dans des fonds de capital-risque ou de capital-développement technologique, qui financent des entreprises innovantes à des stades plus avancés que l'amorçage, via des tickets en général supérieurs à 150 M€. Le fonds FFMC3, créé en 2018, cible des secteurs spécifiques : santé, intelligence artificielle, transition énergétique ou agro-alimentaire. Le dispositif a été récemment renforcé avec la création de FFMC4, fonds de fonds de capital-innovation à dominante technologique, créé pour soutenir l'émergence de fonds de capital-risque et d'expansion (« *growth* ») français de plusieurs centaines de millions d'euros.

Les fonds de fonds Multicap Croissance ciblent également des fonds de capital-expansion. Or Bpifrance investit aussi sur ses fonds propres dans des fonds de capital-expansion à tout stade de maturité et dans tous secteurs.

Entre les deux grandes familles FNA et Multicap, le Fonds national de venture industriel (FNVI) du PIA, annoncé dans le cadre de la stratégie « Start-ups industrielles et Deep Tech » de France 2030, aura pour objectif de combler une faille de marché en soutenant des entreprises à forte densité technologique et en phase de développement intermédiaire.

Enfin, certains dispositifs du PIA poursuivent des objectifs de politique sociale : le fonds de fonds Quartiers Prioritaires a financé deux fonds de la même équipe de gestion qui investissent dans ces zones urbaines. Un fonds de fonds Edtech a également investi par deux fois dans Educapital, premier fonds européen dédié à l'Edtech[45].

2.2.3.2 Le capital-développement : l'enjeu de l'articulation des actions en fonds propres et dans le cadre du PIA.

Les fonds France Investissement (FFI), lancés dès 2006 et hérités de l'ex CDC Entreprises, soutiennent spécifiquement les PME en croissance via plusieurs canaux : combler le manque de capitaux en phase d'innovation, accompagner les plus matures notamment à l'international, financer des opérations de consolidation entre PME complémentaires pour favoriser l'émergence d'ETI.

Le fonds de fonds *Growth* (FFG), constitué en janvier 2020 avec la CDC et des assureurs privés, a vocation à accompagner l'initiative Tibi et compte 15 fonds dans son portefeuille. Enfin, le Fonds Aéro créé en 2020, le Fonds d'Avenir Automobile 2 (FAA 2, qui mêle direct et fonds de fonds) et le Fonds de fonds France Relance État Régions (FFRER), levés en février 2021, complètent le dispositif.

[43] À fin 2021, Bpifrance et le SGPI estimaient que des investisseurs tiers avaient co-investis pour plus de 50 % des sommes investies par l'État, bien au-delà de l'objectif initial fixé entre 35 % et 40 %.

[44] Un montant de l'ordre de 400 M€ est évoqué.

[45] Utilisation de technologie innovantes pour l'apprentissage.

À la différence du capital-innovation où BPI intervient peu en propre, la stratégie d'investissement peut différer entre les fonds PIA et les fonds de Bpifrance sur le capital-développement. Ainsi, Bpifrance ne dispose pas de fonds de fonds spécialisé sur l'amorçage. Les fonds de fonds abondés par les fonds propres de Bpifrance ne co-investissent donc pas aux côtés du FNA dans les fonds d'amorçage français. En revanche, sur FFMC 2 et 3 (Capital-risque *late stage* et *growth*), Bpifrance peut compléter les interventions du PIA sur ses fonds propres et via le fonds *Growth*. Dans le cas où la stratégie est couverte par plusieurs mandats, les règlements des fonds fixent clairement les règles de co-investissement. À titre d'exemple, le règlement du FFMC2 prévoit une répartition du ticket 60/40 entre le FFMC2 et les autres fonds. Pour le fonds FFMC3, les règles d'investissement sont de 50 %-50 %. Dans les deux cas, des dérogations sont possibles.

La Cour avait relevé, dans son rapport sur la gestion des participations financières de l'État durant la crise sanitaire[46] que les situations de co-investissement « engendrent une certaine complexité ». Les ressources propres de Bpifrance et celles des fonds PIA peuvent être utilement mobilisées face aux enjeux clés de certains secteurs, comme par exemple l'automobile et l'aéronautique. Mais cette addition des moyens doit être planifiée et coordonnée afin d'être efficiente.

Tableau n° 4 : Synthèse des principales actions en fonds de fonds

Année de création	Nom du fonds	Souscripteurs	Taille
2010	FONDS FRANCE INVESTISSEMENT II	Fonds propres	632
2011	FONDS NATIONAL D'AMORCAGE	PIA	580
2012	FONDS FSI FRANCE INVESTISSEMENT III	Fonds propres	1450
2013	FONDS FFI3+	Tiers	121
2014	FONDS DE FONDS MULTICAP CROISSANCE	PIA	650
2015	FONDS FRANCE INVESTISSEMENT IV	Fonds propres	2320
2015	AVERROES FINANCE III	Fonds propres +Tiers	75
2016	FONDS DE FONDS - QUARTIERS PRIORITAIRES	PIA	50
2016	FONDS DE FONDS EDTECH	PIA	10
2016	FONDS ACCELERATION BIOTECH SANTE (FABS)	PIA	100
2016	FONDS DE FONDS DE RETOURNEMENT	PIA	81
2017	FONDS DE FONDS DIGITAL	Fonds propres +Tiers	139

[46] La gestion des participations financières de l'État durant la crise sanitaire, Cour des comptes, février 2022.

Année de création	Nom du fonds	Souscripteurs	Taille
2018	FONDS NATIONAL D'AMORÇAGE N°2	PIA	350
2018	MULTICAP CROISSANCE N°3	PIA	600
2019	FONDS FRANCE INVESTISSEMENT V	Fonds propres	2500
2020	FONDS DE FONDS GROWTH	Tiers	405
2020	BPIFRANCE ENTREPRISES 1	Tiers	95
2020	BPIFRANCE HEXAGONE 1 FPCI	Tiers	83
2021	FONDS DE FONDS FRANCE RELANCE ETAT-REGIONS	Tiers	250
2021	FONDS AVENIR AUTOMOBILE 2	Fonds propres +Tiers	66
2021	AVERROES AFRICA	Fonds propres +Tiers	55
2021	BPIFRANCE HEXAGONE 2 FPCI	Tiers	105

Source : Bpifrance

2.3 Une diversification récente et parfois importante de l'activité de Bpifrance par rapport à son champ d'intervention initial

Les missions de Bpifrance sont définies à l'article 1A de l'ordonnance n°2005-722 du 29 juin 2005 relative à la Banque publique d'investissement, repris par la loi du 31 décembre 2012. *« La Banque publique d'investissement est un groupe public au service du financement et du développement des entreprises, agissant en appui des politiques publiques conduites par l'Etat et conduites par les régions.* »

Les interventions citées sont assez larges, concentrées sur la création et le développement des entreprises : *« la banque favorise l'innovation, l'amorçage, le développement, l'internationalisation, la mutation et la transmission des entreprises en contribuant à leur financement en prêts et en fonds propres* ». « *Elle oriente en priorité son action vers l'entreprenariat des femmes, les très petites entreprises, les PME et les entreprises de taille intermédiaire, en particulier celles du secteur industriel et celles du secteur touristique* ». Enfin, « *elle développe une offre de service et d'accompagnement des entreprises depuis leur création et tout au long de leur développement.* » L'intervention en appui des grandes entreprises est citée *: « elle peut stabiliser l'actionnariat de grandes entreprises porteuses de croissance et de compétitivité pour l'économie nationale ».*

Bpifrance a élargi ces dernières années le champ de ses interventions de façon significative, en recourant à de nouveaux outils qui ne faisaient pas partie de sa palette initiale : c'est le cas notamment du fonds LAC1, et des outils de promotion de l'épargne populaire, et dans une moindre mesure du capital-retournement, du LBO et de certains partenariats internationaux. Cet élargissement, qui s'est fait à chaque fois avec l'accord des actionnaires, soulève des questions.

2.3.1 Le capital-retournement : un segment qui doit rester marginal pour Bpifrance

Au travers du fonds de fonds de retournement (FFR), créé en 2016, Bpifrance œuvre pour faire émerger de nouveaux fonds de capital-retournement dont la stratégie d'investissement se focalise sur des entreprises sous performantes ou surendettées mais avec des perspectives de rebond. Le renforcement de cette intervention, éloignée de l'activité de financement des start-ups et PME en croissance, peut se justifier par un déficit du marché privé particulièrement important après la pandémie.

Il arrive aussi que Bpifrance co-investisse directement. Au cas par cas, elle peut ainsi décider d'intervenir, en direct, aux côtés soit d'un fonds de retournement soit d'un repreneur industriel privé qui, sur la base d'une prise de contrôle majoritaire au capital, pourra conduire la restructuration d'une entreprise en difficulté.

Ces interventions directes, qui s'expliquent ponctuellement, doivent demeurer exceptionnelles comme l'indique la doctrine d'investissement de 2013 : « *Bpifrance Investissement peut intervenir exceptionnellement sur le segment du capital-retournement qui vise au redressement des entreprises en difficulté* ». En effet, intervenir sur ce segment en direct suppose un certain nombre de conditions que Bpifrance n'est pas en mesure de réunir, du fait notamment de sa nature publique. Il lui est ainsi impossible d'investir en majoritaire, ce qui est le plus souvent nécessaire pour restructurer les entreprises cibles. En outre, le métier du retournement demande une expérience industrielle concrète difficile à acquérir. Enfin cette implication pourrait poser à Bpifrance de multiples problèmes de positionnement. Elle serait immanquablement accompagnée d'une présomption d'aide d'État, pourrait induire des notifications systématiques des opérations et/ou un risque de requalification dont pâtiraient les entreprises cibles (ralentissement des opérations, sanctions financières infligées par les autorités de la concurrence, etc.). La réalisation d'opérations de retournement poserait aussi un problème d'image pour une banque 100% publique qui pourraient se trouver à l'origine des décisions de gestion socialement douloureuses mais nécessaires pour restructurer des entreprises en difficulté.

L'outil du fonds de fonds peut seul être ponctuellement pertinent pour investir sur ce segment et favoriser le déploiement d'équipes de gestion performantes. Le risque, très élevé sur ce domaine, est au demeurant mieux maîtrisé par l'intermédiaire des fonds de fonds en isolant les cibles du reste du bilan de Bpifrance.

2.3.2 Certaines interventions en LBO contreviennent à l'objectif d'apport d'argent frais

Bpifrance refuse en principe les dossiers dans lesquels l'entreprise souhaite se financer par un endettement avec « effet de levier » (montages type *leverage buy out* LBO). Ce positionnement est en ligne avec la doctrine : l'investisseur public est présent pour apporter des fonds propres pour financer de réels plans de développement (*cash in*) et doit limiter les rachats d'action (*cash out*).

En pratique, le tiers des investissements réalisés en direct par Bpifrance est pourtant classé dans les statistiques officielles en capital-transmission, dans lequel les opérations sont le plus souvent financées dans le cadre de LBO. Ce ratio est identique pour les investissements

réalisés par des fonds partenaires, Bpifrance étant amené à souscrire des tickets auprès de fonds d'investissement spécialisés dans le LBO (hors *mid-market* et *large-cap Buy-out* qui bénéficient de capitaux privés abondants).

Ces opérations classées en capital-transmission sont cependant spécifiques. Loin d'être un outil de maximisation de l'effet de levier, la plupart permettent de préserver le contrôle des entreprises par des capitaux français et interviennent particulièrement dans trois cas de figure :

- La transmission générationnelle d'une PME ;
- La sortie d'une partie des investisseurs historiques dans des entreprises à fort potentiel de croissance, notamment innovantes ;
- Le rachat de participations pour maintenir une présence significative d'investisseurs français au capital d'entreprises considérées comme sensibles ou stratégiques.

Ainsi, en *mid cap*, elles constituent souvent des primo-ouvertures de capital, dans lesquelles la souscription d'une dette en plus d'une augmentation des fonds propres permet au dirigeant de limiter l'ouverture de son capital et sa dilution. De même, les opérations de transmission sur le segment s*mall cap* sont généralement réalisées à l'occasion de primo-ouvertures du capital, auprès de la famille du dirigeant, de cadres de l'entreprises ou encore de repreneurs extérieurs. Enfin, s'agissant des fonds de fonds, les fonds partenaires de capital-transmission sont essentiellement orientés vers des opérations primaires, dans lesquelles les dirigeants ou des familles envisagent une cession à des tiers de tout ou partie du capital.

L'analyse des données fiscales confirme ce point : dans la plupart des opérations, l'accroissement des dettes financières des entreprises au côté de l'augmentation des fonds propres est contenu. L'intervention de Bpifrance dans les levées de fonds susceptibles d'être qualifiées de LBO, compte-tenu de l'endettement important de l'entreprise, se concentre sur des dossiers dans lesquels la préservation des intérêts français est en jeu.

L'Agence des Participations de l'État a toutefois indiqué s'être opposée à certains dossiers proposés en comité d'investissement, ciblant des secteurs de services non délocalisables, et pour lesquels un rachat de participation, « sans argent frais », n'était pas justifié.

2.3.3 Des investissements hors de France parfois éloignés de la vocation première de Bpifrance

Sur certains segments, Bpifrance poursuit une stratégie de partenariats internationaux plutôt bien établie. Cette stratégie d'investissement, autorisée par les statuts de Bpifrance, peut permettre de diversifier le risque et d'investir dans des segments trop ciblés pour un seul marché national, d'enrichir l'expérience de Bpifrance sur des secteurs technologiques en fort développement ou à l'inverse d'inciter des fonds étrangers à renforcer leur présence en France.

Ainsi, s'agissant des fonds de fonds, les fonds Averroes Africa, lancés avec Proparco[47] investissent dans des fonds dédiés aux start-ups et aux PME africaines[48]. 76 M€ sont aussi consacrés depuis 2018 à des partenariats France/Arabie-Saoudite. Le fonds de fonds digital[49] investit quant à lui dans une douzaine de fonds étrangers en capital innovation situés en Europe (hors France), en Amérique du Nord et en Asie.

Des partenariats avec des homologues européens, afin d'investir dans des fonds paneuropéens susceptibles d'attirer des capitaux étrangers et d'accélérer les échanges commerciaux entre les entreprises européennes ont également été mis en place. Le projet *Scale up Europe*, lancé par le Président de la République en 2021[50] vise à créer un fonds de fonds dont la gestion sera confiée au Fonds européen d'investissement (FEI). Bpifrance participe aux propositions pour le déploiement du fonds EIC, détenu par la Commission européenne pour investir directement en actions dans des start-ups et des PME.

En revanche, la pertinence de certains investissements directs à l'étranger est plus incertaine et doit être analysée au cas par cas.

Bpifrance a en effet développé au travers de fonds directs des partenariats de long terme avec des fonds souverains et d'autres investisseurs institutionnels internationaux afin de co-investir directement dans des PME et ETI principalement basées en France et de les accompagner dans leur développement à l'international. Cette activité a été consolidée en 2019 avec l'intégration au sein du groupe de CDC International Capital (CDC IC), devenu Bpifrance International Capital. On dénombre aujourd'hui cinq partenariats avec des fonds émirati, qatari, saoudien, kazakh et malaisien pour plus de 800 M€ d'actifs en portefeuille chez Bpifrance, hors fonds LAC1. Les partenariats qui avaient été conclus avec des fonds chinois et coréens ne sont plus en vigueur ou ont été dénoncés[51]. Enfin, Bpifrance avait conclu un partenariat russe mais la banque publique a engagé une politique de désengagement de ses actifs russes dès le début de la guerre en Ukraine[52].

Or, la nature de certains de ces partenariats amène parfois Bpifrance à s'éloigner de son champ d'intervention initial. Conçus comme des instruments de diplomatie et de coopération économique, ils attirent des partenaires étrangers en quête de cibles ayant un fort potentiel de rendement, avec une action qui va au-delà du non côté et qui concerne parfois des secteurs ne faisant pas l'objet de l'intervention de Bpifrance. Ainsi, les partenariats chinois, dénoncés en 2019 et 2022, finançaient pour 1 Md€ des projets immobiliers et d'infrastructures. De même, le fonds émirati Mubadala intervient fréquemment sur des opérations en secondaire (LBO), dans lesquelles Bpifrance doit conserver une action seulement marginale. Enfin, ces accords exigent parfois des contreparties de réciprocité sous forme d'investissements croisés visant à

---

[47] Filiale de l'Agence Française du Développement qui participe au financement et à l'accompagnement d'entreprises et d'établissements financiers en Afrique, en Asie, en Amérique latine ou encore au Moyen-Orient.

[48] Au total 166 M€ ont été ouverts, dont 118 M€ souscrits à fin 2021.

[49] 140 M€ dont 120 M€ souscrits fin 2021.

[50] Cette initiative rassemble un groupe de plus de 300 fondateurs de start-up et de scale-up, investisseurs, chercheurs, grands groupes, avec l'objectif de créer plus de 10 géants technologiques valorisés à plus de 100 Md€ au sein de l'Union européenne avant 2030.

[51] Ces partenariats avaient été conclus avant la création de Bpifrance. Les partenariats chinois ont été dénoncés en 2019 et 2022. Le partenariat coréen arrivé à expiration n'a pas été prorogé.

[52] Bpifrance cherche à sortir de ses partenariat ou actifs russes, au demeurant limités (opération en capital dans trois entités russes aux côtés d'un partenaire visé par des sanctions, pour un montant total de 6 M€). Fin 2022, Bpifrance indique que le partenariat avec le Fonds russe des investissements directs (RDIF) n'est plus actif et qu'il devrait être sorti de tous les investissements communs à très brève échéance.

ce qu'une partie des fonds alloués au programme soient investis dans l'économie du partenaire. Le partenariat avec Mubadala a ainsi conduit Bpifrance à investir dans le fonds Ardian Buyout fund VII, fonds de LBO qui investit principalement à l'étranger.

L'action de Bpifrance pour stimuler la présence d'investisseurs étrangers en France vise à conforter la confiance des partenaires actuels et à susciter de nouveaux partenariats qui permettront d'accroître les financements accordés aux entreprises françaises et faciliteront leur expansion à l'international. Ces investissements dans le cadre de partenariats étrangers doivent continuer à faire l'objet d'une grande vigilance, pour éviter des financements excessifs sur des entreprises situées hors de France, ou sur des segments(LBO) ou des secteurs (immobilier) non pertinents. Il convient de s'assurer qu'ils servent bien les intérêts des entreprises françaises concernées.

Les principaux partenariats étrangers noués récemment par Bpifrance

Outre Lac1 (1 Md€ investis par Mubadala), un partenariat avec Mubadala a permis de co-investir près d'1,3 Md€ dans les entreprises et fonds français depuis 2014 (dont la moitié provenant de Mubadala).

En décembre 2021, à l'occasion du déplacement du Président de la République aux Émirats arabes unis, un accord de principe visant à étendre le programme de co-investissements en France avec Mubadala a été signé. Il prévoit une nouvelle allocation conjointe de 4 Md€ (soit 2Md€ pour Mubadala) à déployer dans l'économie française sur les 10 prochaines années, dont 3,2 Md€ destinés au capital-développement et 0,8 Md€ aux technologies innovantes (dans les deux cas, directement dans des entreprises ou dans des fonds d'investissement privés). L'accord juridique final a été signé fin octobre 2022.

Le partenariat avec QIA, le fonds souverain du Qatar (enveloppe initiale de 300 M€ provenant paritairement des deux partenaires), a été déployé à près de 80% et le processus de renouvellement du programme, à hauteur d'une nouvelle allocation conjointe de 300 M€ est en cours.

Avec le fonds souverain du Kazakhstan, un partenariat a été signé en 2019, avec pour objectif de co-investir 50 M€ chacun dans des projets d'intérêt commun pour la France et le Kazakhstan. A ce jour, aucun investissement n'a été réalisé, le partenariat ayant souffert de la crise sanitaire, des changements au sein de la gouvernance du partenaire et du conflit en Ukraine.

2.3.4 Le fonds LAC 1, un engagement éloigné du champ d'intervention initial de Bpifrance

La création du fonds LAC 1 en 2020 s'inscrit dans la stratégie de Bpifrance de développer son activité de gestion pour compte de tiers et dans la possibilité d'intervention ouverte par l'ordonnance de juin 2005 : «*la banque publique d'investissement peut stabiliser l'actionnariat de grandes entreprises porteuses de croissance et de compétitivité pour l'économie française* ». Elle n'en marque pas moins un tournant dans l'intervention de la banque auprès des grandes entreprises, compte tenu de son ambition et de sa portée **:** le fonds, multisectoriel, a en effet vocation à investir dans les multinationales françaises cotées dont la capitalisation boursière est supérieure à 500 M€, afin d'agir comme actionnaire de référence soutenant la stratégie de moyen terme de l'entreprise en s'impliquant dans sa gouvernance**.** Au

vu du nombre d'entreprises potentiellement concerné et des moyens exigés (le montant de la capitalisation boursière des seules entreprises du CAC 40 s'élève à plus de 2000 Mds €), il s'agit d'un segment éloigné du cœur de métier de Bpifrance et d'une diversification forte de son activité, qui nécessite la définition d'une stratégie et de priorité d'actions avec les actionnaires et la mise en place de moyens adaptés.

Bpifrance a essayé de drainer des capitaux privés en misant sur les performances financières du fonds pour bénéficier d'un effet multiplicateur. Les objectifs ont été partiellement atteints. Sur un total de près de 4,3 Md€ de fonds levés à fin 2021[53], 27 % provenaient d'institutionnels français (assurances essentiellement, pour un montant moyen de 65 M€), de grandes entreprises et de *family offices*, et 23 % du fonds souverain d'Abu Dabhi, Mubadala. Bpifrance participe pour un peu plus d'1 Md€, le solde étant constitué de dette Long Terme (non tirée au 31/12/21) : comme la banque publique n'est pas majoritaire, le fonds a l'autorisation de s'endetter car il n'est pas consolidé en intégration globale dans Bpifrance Participations qui ne peut recourir à la dette compte-tenu de son statut d'ODAC. L'autorisation de réinvestissement, accordée par les actionnaires, permettra au fonds d'atteindre une taille comprise entre 5 et 6 Md€. Le projet d'une seconde levée de fonds, pour porter le fonds à son objectif de 10 Md€, a été abandonné.

La création de ce fonds a contraint en partie la trésorerie de Bpifrance, rendant nécessaire de revoir les montants affectés à d'autres fonds. En effet, la contribution de Bpifrance a été versée en cash, et non par un transfert de titres, comme cela avait été un temps envisagé.

Enfin, l'appel dans des proportions importantes à un investisseur étranger pose une question stratégique. D'une part, le fonds LAC1 n'a pu être constitué que par l'apport d'un fonds souverain étranger non européen alors que son objet est la défense d'entreprises stratégiques françaises. D'autre part, le poids du fonds Mubadala a conduit à lui consentir des avantages économiques et un positionnement privilégié dans la gouvernance (*management fees réduits, carried interest*, participation à un *Special Advisory Board*, autorisation de tout investissement supérieur à 0,8 Md€). Enfin, comme le fonds est géré pour compte de tiers, les investissements qui répondent à sa thèse d'investissement doivent être prioritairement réalisés via ce fonds, ce qui pourrait potentiellement gêner une intervention concurrente des acteurs publics sur ce segment.

Des incertitudes subsistent par ailleurs sur les modalités et conditions de remise sur le marché des titres, ce qui pourrait apparaitre en contradiction avec les objectifs initiaux de stabilisation du capital et de souveraineté nationale.

L'ensemble de ces éléments milite donc pour dresser un bilan de ce fonds avant d'envisager tout développement ultérieur.

[53] À fin 2021, la taille du fonds LAC1 était de 3,3 Md€ dont 1,1 Md€ souscrit par Bpifrance Participations, auxquels s'ajoutent la possibilité pour le fonds de s'endetter pour un montant total de 1 Md€. Ainsi la capacité d'intervention totale du fonds est de 4,3 Md€.

Recommandation n° 2. (Direction générale du Trésor, Agence des participations de l'État, Direction générale des entreprises, Bpifrance) : Établir, dans le courant de l'année 2023, le bilan de l'activité du fonds Lac 1.

2.3.5 Les fonds Bpifrance Entreprises 1et 2, une incursion dans la promotion de l'épargne populaire

Afin de faciliter la mobilisation de l'épargne des particuliers vers le financement des entreprises et donc de démocratiser le capital investissement, Bpifrance a créé en 2020, à la demande du ministre de l'économie et des finances, le fonds Bpifrance Entreprises 1 (BE1).

Celui-ci soulève d'abord des questions de principe.

Tout d'abord, la démocratisation du capital-investissement ne figure pas parmi les missions fixées par la loi à la banque publique d'investissement et s'écarte formellement de sa doctrine d'intervention. Il s'agit d'un métier nouveau, qui nécessite des compétences spécifiques (collecte des fonds et suivi de la relation client notamment) dont ne dispose pas Bpifrance :la banque ne se charge pas ainsi du contact direct avec les épargnants, qui a été externalisé à un prestataire ayant 22 ans d'expérience. Bpifrance s'expose par ce type d'interventions à un risque vis-à-vis du grand public en cas de sous-performance du fonds : ce risque explique d'ailleurs les réticences des acteurs privés à intervenir sur ce marché. L'effet d'entraînement du dispositif sur les acteurs de la place a d'ailleurs tardé à se produire, compte-tenu de la complexité de cette activité qui consiste à adapter aux investisseurs non professionnels une classe d'actifs jusqu'ici principalement réservée aux investisseurs institutionnels et aux particuliers fortunés. En novembre 2022, un nombre limité de banques, dont la banque en ligne Boursorama, associée à trois sociétés de gestion[54], avaient ainsi annoncé le lancement d'un produit de *private equity* ouvert aux particuliers. Enfin, le niveau minimal de souscription, fixé à 5 000 € pour le fonds BE1[55], relativise la démocratisation annoncée quand on le compare au niveau minimal de souscription de 25 € offert par Boursorama.

Les modalités de mise en œuvre de ce nouveau produit posent des questions d'intérêt financier du modèle à moyen-terme. En effet, le FCPR a été commercialisé moyennant une décote importante, ce qui revient à renoncer à une partie de la performance financière au profit d'épargnants privés. L'opération n'a certes pas eu d'impact significatif sur la performance du métier fonds de fonds compte tenu de la taille des encours et de la taille limitée de l'opération. Mais la multiplication d'actions de ce type est susceptible de diminuer la performance et la richesse de l'entreprise au profit d'un apport immédiat de liquidité. Or, les fonds BE1 et BH1 ont été complétés dès 2021 par deux fonds successeurs BE2 et BH2 (100 M€), conformément à l'objectif de créer ce type de produit tous les deux ans. Le modèle ne peut s'équilibrer financièrement que sur un temps long et uniquement sous l'hypothèse forte que les liquidités

[54] Amundi, Oddo BHF et Eurazeo.
[55] Article 6.4 du règlement du FCPR Bpifrance Entreprises 1.

dégagées seront réinvesties dans des actifs à la rentabilité supérieure à ceux qui ont été cédés, pour compenser l'impact de la décote.

Modalités de mise en œuvre et de valorisation du fonds BE1

Le fonds BE1 est constitué de l'apport d'une tranche de 5 % d'une partie du portefeuille d'investissements réalisés par Bpifrance sur ses fonds propres dans les fonds de fonds : les critères définis pour sélectionner les fonds éligibles sont simples et ont été validés par les commissaires aux comptes. Ces critères ont été également documentés et présentés à l'AMF.

Lors de sa cession, ce fonds a été valorisé sur la base d'un fonds miroir, constitué à l'identique sous forme de FPCI. Ce fonds, nommé Bpifrance Hexagone 1 (BH1), a été souscrit par deux acteurs professionnels indépendants après appel d'offres. C'est la valeur du portefeuille ainsi fixée à l'issue de cette procédure qui détermine celle du portefeuille du fonds BE1. Alors que le contrat d'acquisition devait être signé le 12 mars2020, la crise sanitaire en a reporté la conclusion et surtout elle en a modifié les termes. Compte tenu de l'évolution de la conjoncture et de l'appréciation différente des risques de marché par les acquéreurs, Bpifrance a dû accepter une valorisation du portefeuille cédé moins élevée qu'initialement prévu. Cette décote est restée dans les limites maximales autorisées par le conseil d'administration. La cession des deux fonds a rapporté un produit de cession de 94,5 M€ chacun à Bpifrance.

L'opération est jugée financièrement satisfaisante par la banque publique. Des décotes du même ordre de grandeur sont régulièrement observées sur le marché du secondaire, très peu liquide et très peu transparent, contrairement aux transactions boursières. L'opération lui a permis de générer de la liquidité sur une partie de son portefeuille, tout en restant gestionnaire de l'intégralité des actifs cédés, afin de réinvestir les produits de cession dans la même classe d'actifs.

La décote accordée conduit cependant à renoncer à une partie de la performance financière au profit d'épargnants et d'investisseurs privés. De fait, les performances enregistrées depuis la fin de la commercialisation du fonds (juin 2021), bien que latentes, sont très élevées. Compte tenu des incertitudes pesant sur la conjoncture économique dans le contexte de la crise sanitaire, un report de l'opération aurait pu être envisagé. Cette option n'a pas été retenue, au regard de l'opportunité de capter le surplus d'épargne des ménages constitué lors du confinement. En outre, la suspension de l'opération aurait pu nuire à la confiance entre le vendeur et les acquéreurs potentiels, qui auraient pu *in fine* demander une décote encore plus importante. Enfin, l'inefficience du marché de secondaire pour les actifs non cotés ne permettait pas d'anticiper une période optimale de cession, sachant qu'une cession de cette nature nécessite de 12 à 18 mois de travail préalable. Il n'en reste pas moins que l'investissement dans ces fonds a constitué un effet d'aubaine important pour les investisseurs pour un apport en liquidité de 94,5 M€, somme toute assez faible au regard des enjeux de démocratisation du capital investissement

Enfin, ce nouveau dispositif a soulevé lors de sa conception des questions déontologiques, notamment celle de savoir si les salariés du groupe Bpifrance pourraient investir dans le fonds dans les mêmes conditions que l'ensemble des souscripteurs éligibles.

Après vérification du respect par le fonds et sa société de gestion des dispositions législatives et règlementaires, l'AMF a délivré un agrément et a estimé que le processus mis en œuvre permettait d'encadrer deux risques : le risque d'atteinte aux intérêts des investisseurs dans le cas d'une mauvaise détermination du prix, et le risque lié à un éventuel conflit d'intérêt du fait de la possible souscription de collaborateurs. Sur ce dernier point, Bpifrance Investissement avait indiqué que les modalités de constitution du portefeuille du fonds (ne

pouvant être impacté par un collaborateur en particulier) et les règles de valorisation (faisant l'objet de contrôles internes et externes) permettaient de gérer les conflits d'intérêts potentiels. L'AMF indique qu'elle « n'avait pas à se prononcer sur d'éventuelles restrictions envers les collaborateurs du groupe ». De même, il ne rentre pas dans les attributions de l'AMF de se prononcer sur l'opportunité ou l'intérêt patrimonial de l'opération de cession pour la contrepartie cédant ses actifs au fonds, à savoir Bpifrance Participations.

Lors de la mise en place du fonds successeur BE2 et compte-tenu des questions soulevées par la création de BE1, la gouvernance de Bpifrance s'est interrogée sur le risque de conflit d'intérêt pénalement réprimé lié à une telle souscription par des collaborateurs du groupe. L'analyse juridique de la banque publique concluait que le risque d'engagement de la responsabilité pénale de Bpifrance et des collaborateurs ayant eu connaissance de l'information est extrêmement faible voire inexistant. Au-delà du risque juridique, la gouvernance s'est interrogée sur le caractère déontologique de la possibilité ouverte aux salariés du groupe de souscrire à ce produit compte tenu de la détention par ces derniers d'informations importantes sur le montant de la décote et nonobstant le risque en capital inhérent à ce type de produit. Au vu des réserves exprimées par les actionnaires quant au risque de réputation pesant sur le Groupe Bpifrance, le conseil d'administration a recommandé, par délibération, l'interdiction de souscription à BE2 par les membres des conseils d'administration de Bpifrance, Bpifrance Participations et Bpifrance Investissement**,** des membres du comité de management général de Bpifrance et des membres de l'équipe projet. Cette interdiction leur a été signifiée individuellement par courrier nominatif et des contrôles ont été réalisés par la direction en charge de la conformité et du contrôle permanent.

Recommandation n° 3. (Bpifrance, Direction générale du Trésor, Agence des Participations de l'État) Établir, dans le courant de l'année 2023, le bilan de la création des fonds BE1 et BE2.

Recommandation n° 4. (Bpifrance) Veiller à la bonne application du cadre s'appliquant aux salariés de Bpifrance pour la gestion des fonds BE1, BE2 et autres fonds de même nature qui viendraient à être créés.

CONCLUSION INTERMÉDIAIRE

La doctrine d'intervention de Bpifrance s'inscrit pleinement dans les règles fixées par la Commission européenne sur les aides d'État. Elle cible son action sur des segments caractérisés par une insuffisance de fonds privés. Les conditions de son intervention sont semblables à celles du privé afin de ne pas fausser le marché.

La banque publique gère ainsi près de 90 fonds et fonds de fonds, soit 44 Md€ d'actifs sous gestion, pour son compte propre ou pour le compte de tiers, en particulier l'État via l'EPIC dans le cadre du Programme des Investissements d'Avenir (PIA) et de France 2030.

L'intervention de Bpifrance en capital-innovation se fait à travers de nombreux véhicules d'investissement. Des fonds PIA ciblant les premiers stades de développement, une intervention directe de Bpifrance auprès d'entreprises identifiées comme prometteuses (poche « large venture ») et d'autres fonds combinent approches par secteur et par segment. Le

décloisonnement des fonds de capital-risque gérés sur les fonds propres, amorcé dans un objectif de rationalisation, devrait être poursuivi.

Sur le segment du capital-développement, l'intervention auprès des plus petites entreprises est régionalisée et gérée principalement sur fonds propres de Bpifrance, à l'exception de quelques véhicules récents financés par le PIA et mis en place en réponse à la crise sanitaire. En Mid-Cap, Bpifrance soutient la filière automobile au travers de partenariats avec les principaux acteurs du secteur. Pour les plus grandes entreprises, la cohérence des interventions de l'APE, de la CDC et de Bpifrance gagnerait à être améliorée avec l'élaboration d'une doctrine partagée comme l'appelait déjà de ses vœux la Cour dans son rapport sur la gestion des participations financières de l'état durant la crise sanitaire.

Enfin, l'intervention en fonds de fonds est moins ciblée et vise à faire émerger un écosystème de capital-investissement sans fausser le marché. Les souscriptions dans des fonds de capital-innovation sont essentiellement financées par le PIA, tandis qu'en capital-développement, la banque publique intervient à la fois en fonds propres et pour le compte de tiers. Ces situations de « co-investissement » peuvent engendrer une certaine complexité et il apparaît souhaitable de les limiter.

Au total, si la finalité des fonds apparaît conforme au mandat initial de Bpifrance, la volonté de maintenir une dynamique l'a conduit à développer récemment de nouveaux instruments qui dépassent son champ traditionnel d'intervention.

Ainsi, à la suite de la pandémie, la banque a renforcé son intervention en capital-retournement, qui doit rester ponctuelle, surtout en investissement direct, pour rester conforme à la doctrine initiale de la banque.

Une part importante des investissements de Bpifrance est par ailleurs classée en capital-transmission : d'après la banque, il s'agit le plus souvent de primo-ouvertures accompagnée d'un endettement important visant à limiter la dilution d'un capital français et souvent familial.

Bpifrance développe aussi des partenariats internationaux : si certains permettent de stimuler la présence d'investisseurs européens en France et facilitent le développement international des entreprises françaises, les investissements réalisés dans le cadre de ces partenariats doivent faire l'objet d'une grande vigilance pour éviter des financements excessifs hors de France ou sur des segments non pertinents.

Le fonds LAC1, créé en 2020, a vocation à financer des multinationales françaises cotées dont la capitalisation boursière est supérieure à 500 M€. Cet engagement, éloigné du cœur de métier de Bpifrance, implique des moyens financiers importants. Sa mise en œuvre pose plusieurs questions, notamment avec le recours à l'endettement et la participation d'un fonds souverain étranger bénéficiant d'avantages économiques.

Enfin, Bpifrance a récemment élargi son champ d'intervention à la demande des pouvoirs publics en ouvrant en 2020 un fonds de fonds de secondaires destiné aux particuliers (BE1). Ce produit vise à démocratiser le capital-investissement et constitue une modalité nouvelle d'action requérant des compétences spécifiques. Les parts détenues dans les fonds partenaires ont été cédées avec une décote importante et ce nouveau dispositif soulève des questions déontologiques : plus de 200 collaborateurs de Bpifrance, dont les dirigeants, ont souscrit à ce fonds.

En conséquence, la Cour formule les recommandations suivantes :

- *Poursuivre la simplification des véhicules d'investissement gérés par Bpifrance sur ses fonds propres.*
- *Établir, dans le courant de l'année 2023, le bilan de l'activité du fonds Lac 1.*
- *Établir, dans le courant de l'année 2023, le bilan de la création des fonds BE1 et BE2, au regard notamment des missions attribuées à Bpifrance.*
- *Maintenir un cadre déontologique rigoureux s'appliquant aux salariés de Bpifrance pour la gestion des fonds BE, BE2 et des autres fonds de même nature qui viendraient à être créés.*

---

3 UNE SÉLECTION DES INVESTISSEMENTS ROBUSTE MALGRÉ QUELQUES RÉSERVES

3.1 Un cadre opérationnel satisfaisant

3.1.1 Une société de gestion indépendante, des avis externes qui pourraient être renforcés

Bpifrance exerce trois activités : le financement, l'assurance export et l'investissement par le biais de quatre entités, Bpifrance Participations et ses trois filiales : Bpifrance Investissement, Bpifrance International Capital et FSI PME Portefeuille.

Bpifrance Participations, « société de portefeuille », elle-même filiale de Bpifrance SA**,** détient 100 % des trois filiales. Elle investit dans les fonds gérés par Bpifrance Investissement et porte à l'actif de son bilan des participations directes, notamment dans les grandes entreprises (Orange, Stellantis, Eutelsat etc.). Bpifrance Participations n'est donc pas un établissement de crédit et n'est pas soumise aux exigences prudentielles des banques. L'entité ne dispose pas de personnel. Le conseil d'administration de Bpifrance Participations est composé de dix personnes : outre le directeur général de Bpifrance, l'État dispose de trois représentants (Agence des Participations de l'État, direction générale du Trésor et direction générale des entreprises), la Caisse des Dépôts et consignations de trois représentants, auxquels s'ajoutent trois personnalités qualifiées issues du secteur privé. En pratique, ce conseil d'administration, à mi-chemin entre le conseil d'administration de Bpifrance et du comité d'investissement de Bpifrance Investissement, a un pouvoir décisionnel limité.

Bpifrance Investissement est la société de gestion de portefeuille du groupe, régulée et agréée par l'Autorité des marchés financiers (AMF) pour son activité de gestion de Fonds d'Investissement Alternatifs (FIA) ainsi que pour son activité de gestion de portefeuille pour compte de tiers. À ce titre, elle est soumise au règlement général de l'AMF qui prévoit que les sociétés de gestion doivent établir et maintenir des politiques et procédures formalisées par écrit.

Bpifrance Investissement gère les investissements de Bpifrance logés dans la holding FSI PME Portefeuille (société sans effectif salarié) et assure une gestion de fonds pour compte de tiers (État, Caisse des Dépôts et autres souscripteurs publics et privés). Elle gère les fonds souscrits et détenus par Bpifrance Participations. Ces fonds sont constitués en général sous la forme de Fonds Professionnels de Capital Investissement (FPCI) ou de Fonds Professionnels Spécialisés (FPS).

Enfin, Bpifrance International Capital est issue du transfert, en 2019, de CDC International Capital, dont l'activité consiste à développer des partenariats avec des fonds souverains en vue de réaliser des co-investissements[56]. Bpifrance IC est souscripteur de fonds tels que Future French Champions aux côtés de QIA ou le Franco Emirati Fund Capital aux côtés de Mubadala.

Toutes les équipes de Bpifrance impliquées dans les opérations d'investissement sont des collaborateurs de Bpifrance Investissement mais dépendent hiérarchiquement d'un membre du Comité exécutif ou du Comité de Management Général (CMG) de la banque publique. Ainsi, les équipes d'investisseurs (*front*) sont rattachées à l'un des directeurs exécutifs (CapDev, Innovation et Fonds de fonds). De même, les collaborateurs des fonctions transverses qui participent aux opérations d'investissement (Middle Office, Juristes, Finances et comptabilité) sont des collaborateurs de Bpifrance Investissement, dont les responsables hiérarchiques ultimes peuvent exercer des fonctions au sein de la société de gestion et à l'échelle du groupe Bpifrance.

Chaque fonds géré par Bpifrance Investissement dispose de son propre comité des investissements, règlementairement présidé par un des sept dirigeants responsables de Bpifrance Investissement agréés par l'AMF[57]et dont les membres votants sont des collaborateurs de la société de gestion choisis pour leur expérience dans le domaine de l'investissement.

Pour les investissements réalisés sur fonds propres, les membres de Bpifrance, au travers de ces comités internes, ont un pouvoir de décision sur les tickets inférieurs à 50 M€, soit la grande majorité des investissements. Certains fonds font appel à des experts sans voix délibérative sur des dossiers d'investissement, ce qui constitue une bonne pratique qui mériterait d'être développée.

Les investissements réalisés pour compte de tiers, notamment dans le cadre du PIA, font aussi l'objet d'une présentation au sein de comités consultatifs, rassemblant les équipes de Bpifrance, la Caisse des dépôts et les principales administrations concernées[58]. Bpifrance Investissement, en tant que société de gestion indépendante et conformément aux dispositions du code monétaire et financier (article L214-243) décide *in fine* des investissements dans le cadre du mandat qui lui a été confié.

Si son montant dépasse 50 M€, tout projet d'investissement, préalablement validé par un comité d'investissement de la société de gestion, est soumis aux instances de gouvernance de Bpifrance Participations, voire de Bpifrance (comité d'investissement émanant du conseil

[56] Partenariats conclus à ce jour : CIC Capital (Chine), Korean Investment Corporation, Kingdom Holding (KHC, Arabie Saoudite) Qatar Investment Authority, Mubadala (Abou Dabi), RDIF (Russie).

[57] Le directeur général de Bpifrance, les trois directeurs exécutifs en charge de l'investissement et trois autres collaborateurs seniors.

[58] SGPI, direction générale du Trésor, direction générale des entreprises, direction générale de l'énergie et du climat, direction générale de la recherche et de l'innovation, direction générale des collectivités locales.

d'administration ou conseil d'administration en fonction des montants). Les conseils d'administration sont constitués de représentants des actionnaires, de personnalités qualifiées et du directeur général de Bpifrance. Le nombre actuel de personnalités qualifiées extérieures à Bpifrance est actuellement de deux sur 16 membres (en ne comptant pas le directeur général de Bpifrance), de trois sur dix membres au sein du conseil d'administration de Bpifrance Participations et de deux sur cinq membres au sein du comité d'investissement rattaché à ce dernier.

3.1.2 Un cadre déontologique clair et bien établi

Afin de prévenir les conflits d'intérêt, Bpifrance déploie, pour l'ensemble des entités du groupe, un dispositif de conformité.

En pratique, les procédures font l'objet d'un contrôle de premier niveau par les équipes opérationnelles elles-mêmes. La direction de la conformité et du contrôle permanent (DCCP) exerce un contrôle de second niveau : elle est responsable, au sein du groupe Bpifrance, de la mise en œuvre de la politique de conformité, qui passe par l'élaboration et la validation d'un corpus de normes (instructions, procédures ou notes) conforme aux exigences de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)[59]. L'inspection générale réalise des audits périodiques sur les procédures d'investissement.

Une première règle fixée par les procédures internes est la contractualisation des opérations d'investissement et de désinvestissement[60]. La concentration maximale du poids d'un investissement au sein d'un véhicule d'investissement est par exemple définie statutairement pour chaque fonds par son règlement. Par ailleurs, les fonds gérés et/ou conseillés par Bpifrance Investissement sont des fonds dits fermés au sens réglementaire, ce qui signifie que les souscriptions/ rachats ne sont pas possibles pendant la durée de vie du fonds, sauf évènements exceptionnels limitatifs.

Bpifrance a aussi édifié un certain nombre de dispositifs organisationnels, notamment des « murailles de Chine » afin de prévenir la survenue de conflits d'intérêts entre les différentes entités du groupe. Les équipes en charge de l'activité Fonds directs et Fonds de Fonds sont clairement séparées et chaque activité dispose de ses propres instances de gouvernance. Le partage d'information sur l'entreprise est très encadré. Ainsi, toute information non confidentielle (existence de contrats commerciaux par exemple) est rendue disponible à l'ensemble des collaborateurs de Bpifrance, tandis que les informations confidentielles (détail des encours d'aides ou de crédits accordés à l'entreprise par Bpifrance, informations sur les participations…) ne sont accessibles qu'à l'équipe en charge de l'opération, à la direction financière et à la direction de la conformité et du contrôle permanent.

Enfin, l'identification d'un conflit d'intérêts ne conduit pas *ipso facto* à l'impossibilité de réaliser une opération d'investissement, mais elle nécessite de la part des équipes de gestion,

---

[59] Arrêté du 3 novembre 2014 relatif au contrôle interne des entreprises du secteur de la banque, des services de paiement et des services d'investissement soumises au contrôle de l'ACPR.

[60] Via les pactes d'actionnaires pour les investissements directs ou les règlements de fonds et bulletins de souscription des fonds partenaires pour l'activité fonds de fonds.

l'adoption de mesures destinées à encadrer ce conflit[61]. Un comité consultatif des souscripteurs *ad hoc* émet alors un avis, qui porte exclusivement sur les modalités d'encadrement des éventuels conflits d'intérêts, en aucun cas sur l'opportunité ou les conditions de l'investissement ou du désinvestissement, en raison du partage étanche des responsabilités entre souscripteurs et société de gestion, les premiers ne pouvant s'immiscer dans l'activité de la seconde.

3.2 La sélection des entreprises via les fonds directs conforme au cadre déontologique

Une partie du flux d'affaires qui arrive jusqu'à Bpifrance se constitue spontanément, en lien avec l'effort de communication qui draine l'ensemble de l'écosystème et permet de sensibiliser des segments de l'économie éloignés du marché de capital-investissement. L'analyse de la demande débute par de premiers échanges avec l'équipe dirigeante de l'entreprise, ainsi que par l'examen de la création de valeur. Dans un second temps, une ou plusieurs étapes de comité d'investissement permettent de valider la pertinence de l'investissement sur le fonds ainsi qu'au regard de la stratégie globale de la société de gestion.

Les critères de sélection retenus par Bpifrance sont proches de ceux des investisseurs privés (qualité de l'équipe en place, qualité des comptes et perspectives financières). Le processus de sélection est identique, avec des *due diligences* poussées qui s'appuient sur un processus clairement formalisé au sein de la banque publique. Dans le cadre de ses investigations, la Cour n'a pas relevé d'écart significatif à la doctrine dans la sélection des entreprises en capital-développement ou en capital-innovation. Quelques points de vigilance peuvent être cependant signalés dans la sélection des fonds partenaires.

3.2.1 Une faible marge de manœuvre dans la sélection des grandes entreprises financées

La présence de Bpifrance au capital des grandes entreprises s'explique souvent par des raisons historiques.

Les actions d'Orange détenues par la banque publique ont ainsi été transférées par l'État à la création de Bpifrance, en contrepartie des 10 Md€ d'apports en fonds propres de la part de la CDC et afin de préserver un équilibre entre les deux actionnaires.

Quatre ans après le sauvetage de PSA par l'État en 2013, le rachat par Bpifrance des actions détenues par l'APE avait pour objectif le désengagement de la banque publique une fois la composition du capital de l'entreprise stabilisée, ce qui n'est pas le cas à ce jour[62].

---

[61] Présence d'un investisseur tiers pour un montant significatif ou obtention d'un rapport d'un expert indépendant portant sur la valorisation par exemple.

[62] La fusion avec Fiat complique le processus de sortie puisqu'il est nécessaire de préserver au sein de Stellantis un équilibre dans la gouvernance de l'entreprise et avec les partenaires italiens et américains.

La banque publique s'est aussi impliquée dans de grandes opérations structurantes comme ce fut le cas pendant la crise de 2020 avec la restructuration de Vallourec et de Technicolor. Elle dispose enfin de davantage d'autonomie dans la gestion du fonds LAC1**,** avec lequel elle sélectionne les investissements selon un processus classique mais en tenant compte des exigences des souscripteurs privés et en particulier des avantages accordés à Mubadala.

3.2.2 Le capital-développement : un processus de sélection des entreprises maîtrisé

3.2.2.1 Le *small cap* : une organisation qui s'appuie sur le réseau local

Le flux d'affaires en *small cap* est alimenté par une démarche proactive de Bpifrance, via le porte-à-porte effectué en région par les équipes d'investisseurs basés dans le réseau et par les échanges entre le réseau de Bpifrance chargé du financement et les entreprises.

Le processus de sélection s'appuie principalement sur le savoir-faire des équipes *small cap,* spécialisées dans les opérations régionales, dont le degré d'autonomie a été accru au fil des années. Jusqu'en 2015, le comité d'investissement des fonds ciblant les opérations de petit capital-développement régional pouvaient décider des opérations d'un montant inférieur à 500 000 €. Ce seuil a été relevé à 1 M€ en 2016, puis à 2 M€ en 2021. Ainsi, alors qu'entre 2017 et 2019, 44 % des opérations qui représentaient 11% du montant total des engagements étaient prises au niveau régional, depuis avril 2021, ces ratios sont passés à 65 % en nombre et 25 % en volume d'engagements.

Les comités d'investissement « interne » regroupent à la fois les équipes chargées de l'investissement et des membres de Bpifrance issus d'autres directions, ce qui permet de contre-expertiser les projets[63].

Enfin, la typologie du tissu productif étant variable selon les régions, il n'y a pas de critère financier établi au niveau national. Il n'y a pas non plus de règles sur la nature des co-investisseurs : les fonds de Bpifrance co-investissent avec des fonds français, souvent de petits fonds régionaux (300 000 € à 500 000 € dans les sociétés), établis en majorité par les réseaux bancaires qui constituent en région les investisseurs les plus présents sur le marché.

3.2.2.2 En *mid cap* et *large cap* : un processus de sélection collaboratif visant à préserver les intérêts français

Le flux d'affaires est alimenté par trois canaux : la direction du capital-développement fait tout d'abord du *sourcing* pro-actif, des demandes spontanées peuvent être formulées par des entreprises et enfin des banquiers ou investisseurs peuvent solliciter Bpifrance pour boucler

[63] En cas de dépassement du seuil, le comité « France Investissement Région », composé du directeur *small cap,* du directeur *large cap*, du directeur Fonds Filières, d'un représentant de la direction de l'innovation et d'un représentant de la direction du financement, donne un avis consultatif.

un tour de table. Bpifrance ne participe alors au deal que si un besoin est clairement exprimé par la direction de l'entreprise.

À ce jour, peu d'entreprises basculent de la direction du capital-innovation à la direction du capital-développement[64]. À terme, certaines sociétés innovantes devraient devenir rentables et/ou être introduites en bourse : dans ce cas, la direction du capital-développement prend le relais pour leur financement et leur accompagnement.

La sélection des entreprises financées s'appuie ensuite sur un processus collaboratif au sein de la direction du capital-développement.

Bpifrance accorde, dans son processus de sélection, une grande importance à des critères non financiers, qui permettent de cibler les investissements relevant d'une mission d'intérêt général et qui devraient progressivement intégrer davantage de critères ESG en lien avec les objectifs que se donne Bpifrance. Il s'agit de vérifier que l'entreprise dispose bien d'une implantation des centres de décisions et d'une empreinte industrielle réelle en France, avec des centres de recherche et développement localisés sur le territoire, des emplois en France ou encore des projets de relocalisation. La qualité de l'équipe dirigeante et les droits accordés à Bpifrance dans la gouvernance de l'entreprise constituent également des critères déterminants.

Enfin, il n'y a pas de règle sur la nature des co-investisseurs, mais le co-investissement auprès d'investisseurs étrangers permet à Bpifrance de préserver les intérêts français en imposant par exemple des droits de veto sur des questions de souveraineté. Sur les ETI, les co-investisseurs sont des acteurs de place généralement français[65] mais aussi des acteurs internationaux ayant des équipes en France[66]. Des fonds supérieurs à 1 Md€ portés par des sociétés de gestion françaises (Eurazeo, Ardian) ou anglo-saxonnes co-investissent aussi régulièrement. Les équipes de la direction du capital-développement opèrent une veille poussée sur les transactions en cours, pour s'introduire le cas échéant au bon moment en cas de présence d'investisseurs étrangers et pour préserver les intérêts français. L'examen par la Cour de quelques dossiers témoigne de cette action en faveur des intérêts français.

3.2.2.3 Une spécificité de Bpifrance : l'accompagnement des primo-ouvertures des entreprises familiales

La banque publique se distingue des autres sociétés de gestion en investissant dans des sociétés non cotées et familiales (CMA-CGM ; Paprec ; Altrad…) et en privilégiant les primo-ouvertures de capital, en tant qu'investisseur de long terme conformément à la doctrine de Bpifrance.

Ce point de différenciation de Bpifrance Investissement est notable quelle que soit la taille des sociétés visées. Les entreprises familiales représentent 31 % en volume et 29 % en valeur (351 M€) du portefeuille PME au 31 décembre 2021. S'agissant des ETI, leur poids est

[64] Un des critères pour passer en capital développement est d'avoir un EBITDA positif.
[65] Crédit Mutuel- CIC, BNPP, Siparex, Andera, Tikehau…
[66] Bridgepoint, Sagard, Apac, IK.

de 10 % en volume et de 4 % en valeur (1 055 M€). Les primo-ouvertures étaient majoritaires pour les PME en 2021. Bien qu'en baisse depuis quelques années, elles représentaient encore 51 % des investissements des équipes d'investissement PME Régions (contre 40 % sur l'ensemble du marché d'après France Invest) et sur le portefeuille FIR, FIT et autres fonds filières, 67 % des investissements en capital-développement et 46 % en capital-transmission. Sur le portefeuille ETI, 6 des 7 opérations d'investissement en 2021 étaient des opérations de primo-ouverture.

Tableau n° 5 : Comparaison des niveaux de primo-ouverture sur le marché et via le FRPME (M€)

Part des primo-ouvertures	2017	2018	2019	2020	2021
Chiffres France Invest	57 %	53 %	50 %	40 %	40 %
Investissement des équipes d'investissement PME Régions	67 %	60 %	60 %	56 %	51 %

Sources : France Invest et Bpifrance

3.2.3 L'innovation : des investissements qui viennent dans la continuité des autres dispositifs de financement

Le rôle de Bpifrance dans ce domaine[67] est de concevoir puis déployer une gamme complète et cohérente de dispositifs susceptible d'avoir un effet de levier auprès du privé : financement de l'innovation en crédits et en aides (subventions et avances remboursables), investissement direct en capital-risque, accompagnement des entreprises innovantes. Le flux d'affaires est alimenté par l'activité de prospection de Bpifrance ou par les entreprises qui sollicitent elles-mêmes les équipes de Bpifrance en direct.

L'entreprise commence le plus souvent par bénéficier des aides à l'innovation déployées par le réseau Bpifrance ou via des appels à projets, puis de prêts, et, en parallèle, d'investissements en fonds propres (voir encadré). Le passage d'un dispositif à un autre n'est pas automatique et relève davantage d'initiatives de l'entreprises que d'une action proactive de Bpifrance. À ce stade, la plupart des entreprises soutenues par la direction de l'innovation ne sont pas suffisamment rentables pour basculer vers les dispositifs de capital-développement.

L'évaluation du degré d'innovation s'appuie sur les guides et documents publiés par Bpifrance qui explicitent les critères de sélection des dossiers « innovants » dans le cadre des procédures de droit commun mais aussi au travers des différentes initiatives de la banque (Plan Deeptech, Plan Touch…).

[67] « Les aides publiques à l'innovation des entreprises », Cour des comptes, mai 2021

Les décisions d'investissement sont ensuite prises par les comités d'investissement, avec des procédures identiques pour les fonds PIA et pour les autres fonds.

Comme pour les autres segments, il n'y a pas de critère spécifique sur la nature des co-investisseurs. Ces derniers sont en général soit des fonds d'investissement tiers (sélectionnés selon leur stratégie d'investissement), soit des industriels (selon le projet), soit des *« friends and family »* de l'entreprise. Certains peuvent être des investisseurs étrangers, la présence de Bpifrance au capital étant alors souvent vue comme un moyen d'assurer un ancrage français au capital de l'entreprise. Sur le capital-risque, de l'amorçage aux séries A et B, les co-investisseurs sont essentiellement français, mais de plus en plus de fonds américains interviennent. Dans les levées de fonds plus importantes, beaucoup des co-investisseurs sont étrangers en particulier américains : outre Eurazeo ou Sofinnova, acteurs français significatifs sur ce segment, Bpifrance a donc un rôle important de stabilisation des parts françaises.

Enfin, lorsque Bpifrance investit en direct dans une entreprise innovante, la banque participe activement en tant qu'investisseur à la gouvernance de l'entreprise et est présente dans les instances de gouvernance si la part du capital détenu le permet. Aucune rémunération n'est alors prévue, hors jetons de présence que les collaborateurs de Bpifrance doivent soit s'abstenir de percevoir, soit reverser à Bpifrance, en application des règles de déontologie.

3.3 Les fonds de fonds : une sélectivité des fonds partenaires à renforcer

3.3.1.1 Une méthode de sélection des fonds partenaires maîtrisée

Une partie importante du flux d'affaires des fonds de fonds se constitue spontanément via les fonds successeurs. Bien qu'en théorie la souscription de Bpifrance au sein d'un fonds successeur ne soit pas automatique, en pratique, compte-tenu du poids de la banque publique dans l'écosystème, un non-renouvellement constitue un très mauvais signal pour la société de gestion mandataire du fonds. Il est alors nécessaire de justifier les raisons pour lesquelles Bpifrance refuse de souscrire au fonds successeur.

Un quart à un tiers des investissements réalisés chaque année concernent des nouveaux fonds. L'émergence d'un nouvel acteur permet de régénérer le marché avec des fonds adressant de nouvelles stratégies différenciantes, d'autant plus que la plupart des investisseurs institutionnels évitent ces souscriptions jugées trop risquées. Par ailleurs, des études[68] attestent de la surperformance des premières générations de fonds : il s'agit donc aussi d'un moyen pour Bpifrance d'améliorer le rendement de son portefeuille.

Bpifrance n'a aucun pouvoir sur les choix d'investissement dans les entreprises de ses fonds partenaires. Conformément à la règlementation de l'AMF, ces sociétés de gestion sont

[68] Une étude réalisée par Bpifrance montre qu'au niveau de la direction des Fonds de Fonds, les premiers fonds surperforment en moyenne de 15 % les fonds de générations ultérieures en termes de TVPI (1,43x vs 1,25x) et de DPI (0,5x vs. 0,4x).

indépendantes dans leurs décisions, la neutralité de Bpifrance étant une condition de confiance pour les autres investisseurs privés.

En revanche, Bpifrance sélectionne les sociétés de gestion partenaire au terme de *due diligences* poussées et exigeantes, comme en témoignent les échanges de la Cour avec plusieurs fonds partenaires. Ces *due diligences* s'appuient sur des données quantitatives, comme la croissance des entreprises, leur performance et la valorisation des entreprises en portefeuille, mais aussi qualitatives, sur la base de nombreux échanges[69].

Un premier critère qualitatif d'appréciation du fonds est la différenciation de sa stratégie par rapport aux fonds déjà existants et sa cohérence avec les orientations stratégiques de Bpifrance (Deep Tech, décarbonation, accompagnement opérationnel des entreprises…)

Un deuxième critère fondamental est la qualité de l'équipe gestionnaire et son « *track record* », c'est-à-dire les preuves existantes de ses performances financières et de sa capacité à mobiliser des investisseurs et à lever des fonds.

Enfin, la qualité des termes et conditions du fonds sont déterminantes. Pour la réalisation du *deal*, un accord entre Bpifrance et la société de gestion est indispensable sur toutes les aspects business, juridiques et économiques : commission de gestion, clauses de divorce pour faute et sans faute, définition des personnes clés.

Lorsque les équipes sont convaincues de la pertinence de la souscription, le dossier est présenté en comité d'investissement pour décision, après avis éventuel du comité consultatif dans le cadre des fonds PIA. Certains partenaires privés estiment que l'étape du comité consultatif des fonds PIA peut être source de délai supplémentaire voire de complexité.

3.3.1.2 Une vigilance qui pourrait être renforcée sur la nature des co-investisseurs

En général, Bpifrance n'examine pas la qualité ou la nature des co-investisseurs car les sociétés de gestion, agréées par l'AMF, ont l'obligation d'agir conformément à la règlementation. Bpifrance vérifie quand même que l'identité des co-investisseurs ne soulève pas de risque d'image pour la banque publique : en pratique, quelques dossiers peuvent faire l'objet de désaccord sur ce point avec les actionnaires avec des co-investissements qui, dans certains cas, passent outre la recommandation des tutelles.

3.3.1.3 Quelques améliorations souhaitables dans la mise en œuvre des procédures

En théorie, en cas d'avis négatif des comités consultatifs PIA, un consensus est recherché et Bpifrance, bien qu'indépendante dans ses choix, préfère ne pas réaliser l'investissement. En cas de désaccords entre les représentants de l'État, Bpifrance suit le choix majoritaire, conformément au règlement du fonds concerné.

[69] Notamment avec des co-investisseurs et avec des chefs d'entreprise accompagnés par le passé.

Les désaccords entre services de l'État ne constituent pas en eux-mêmes des anomalies, chaque direction abordant les sujets selon un prisme particulier correspondant à ses missions, et ils peuvent être arbitrés par le cabinet du ministre. La position de l'État actionnaire gagnerait cependant en robustesse si ces désaccords étaient traités en amont des instances de gouvernance internes à l'entreprise.

3.4 Des montants d'investissement qui demeurent modestes et des choix parfois contestables

3.4.1 Des tickets qui restent modestes au regard de certains besoins

Le rapport Tibi avait mis en évidence que les fonds français sont rarement capables de financer des tickets supérieurs à 30 M€, alors que la dernière levée permettant d'atteindre le statut de licorne et avant une introduction en bourse dépasse généralement les 100 M€. Suite à ce rapport, une procédure de labellisation de fonds privés « Tibi » répondant au cahier des charges de l'initiative Tibi a été mise en place. Le comité technique chargé de la labellisation est animé par Philippe Tibi, son secrétariat assuré par la direction générale du Trésor. Les assureurs partenaires en sont membres et disposent de droits de vote pour l'attribution du label.

La croissance récente de l'activité du capital-investissement s'est accompagnée d'une augmentation de la taille des investissements. Le ticket moyen a crû fortement ces dernières années : de 3,5 M€ en 2015, il est passé à 3,7 M€ en 2020, pour s'établir à 5,2 M€ en 2021.

Cependant, la taille médiane des levées de fonds *late stage* en France reste inférieure à celle des pays comparables : le montant cumulé des levées supérieures à 50 M€ n'a atteint que 7 Md€ en 2021 (52 opérations), contre 11,7 Md€ en Allemagne (74 opérations) et 22 Md€ au Royaume-Uni (145 opérations)[70]. La levée moyenne des fonds *late stage* au quatrième trimestre 2021 aux États-Unis était de 16,2 M$, contre seulement 6,9 M$ en Europe[71]. Le marché français a certes augmenté en 2022 mais de façon encore insuffisante.

Bpifrance n'est pas leader dans l'initiative Tibi et le ticket moyen de ses investissements est inférieur à 10 M€ : cet étiage est cependant cohérent avec l'action de Bpifrance sur ses différents segments. Bpifrance s'est néanmoins dotée d'une capacité d'investissement direct pour des tickets supérieurs à 10 M€, notamment par le biais du fonds Large Venture 2, créé en 2020 et d'une taille de 750 M€. En pratique, on observe que si ce fonds a réalisé un peu moins d'une quinzaine d'investissements en 2021, son intervention est en moyenne de 9,6 M€, ce qui, compte-tenu de l'intervention minoritaire de Bpifrance, représente au plus la moitié des montants en jeu. Cette intervention s'ajoute à la vingtaine d'investissements annuels réalisés sur la poche *large venture* pour des montants moyens similaires.

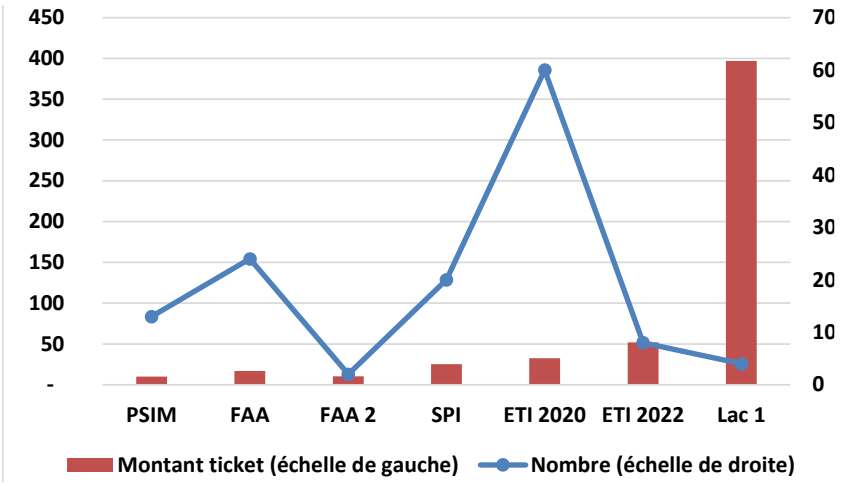
Bpifrance intervient par ailleurs partiellement en direct sur plus du quart des opérations comprises entre 20 M€ et 50 M€. Si cette présence active témoigne de la volonté de la banque de participer à la croissance des grosses opérations, leur nombre demeure encore contenu, avec

[70] Baromètre EY du capital risque en France, bilan annuel 2022.
[71] KPMG, Venture Pulse Q4 2021, Median deal size by stage in the US and in Europe, Later Venture.

des tickets moyens assez faibles comparativement aux objectifs fixés par l'initiative Tibi d'accroître substantiellement en France les levées supérieures à 100 M€.

L'intervention des fonds partenaires de Bpifrance se concentre aussi sur des opérations importantes, avec une présence dans plus de la moitié des opérations comprises entre 20 M€ et 50 M€. Plusieurs fonds partenaires peuvent être amenés à participer conjointement ce qui permet d'accroître les financement, mais les tickets de taille très importante restent marginaux : en 2022, seulement 3 % du nombre d'opérations de levée de fonds ont atteint en France une taille de 100 M$. Cette proportion est similaire en Allemagne et au Royaume-Uni mais bien supérieure aux États-Unis.

Graphique n° 3 : Opérations réalisées par des fonds gérés par Bpifrance ou l'un de ses fonds partenaires, depuis leur date de création (en millions d'euros)



Source : Bpifrance, , traitement Cour des comptes

Note de lecture : les fonds d'investissement présentés dans ce graphique s'adressent à des segments variés et présentent des thèses d'investissement différentes.

3.4.2 De nombreuses entreprises étrangères financées soit directement soit via des fonds de fonds

S'agissant des fonds de fonds, l'internationalisation des fonds partenaires permet de renforcer l'attractivité de la place française et de développer les compétences de leurs équipes : elles améliorent leurs connaissances sur les mécanismes de croissance des sociétés et sont ensuite en mesure d'investir valablement dans des sociétés françaises.

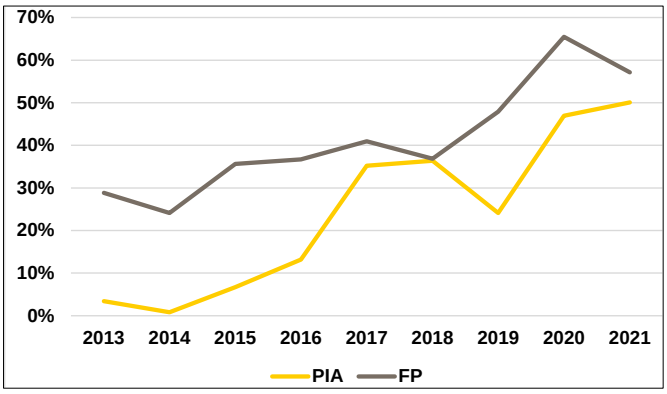
Cependant, au fur et à mesure de la montée en puissance de l'écosystème, un recentrage sur les entreprises françaises est attendu. La doctrine d'investissement des fonds PIA, insérée dans la loi du 9 mars 2010[72], dispose que les sommes allouées doivent être destinées à de l'investissement en France. À cet effet, Bpifrance exige des fonds partenaires ayant une capacité

[72] « Les projets financés sont innovants et destinés à augmenter le potentiel de croissance de l'économie, accélérer la transition écologique et augmenter la résilience de l'organisation socio-économique du pays ».

d'intervention en France, un rapport de 1 pour 2 entre ce qu'elle investit et ce que le fonds investit hors de France[73], ce qui est plus élevé que dans d'autres pays (rapport de 1 pour 1 exigé par la KfW en Allemagne et aucune contrainte de retour national imposé par le *Vaeksfonden* norvégien).

Pour autant, la part des investissements réalisés dans des entreprises étrangères via des fonds de fonds n'a cessé de croître depuis la création de Bpifrance. Elle a considérablement augmenté en 2020 et 2021, sous l'effet de l'action de quelques fonds. S'agissant des opérations de Bpifrance réalisées pour compte propre, c'est le cas du fond Ardian Buyout Fund VII, un fonds de LBO dans lequel l'investissement s'est fait dans le cadre du partenariat stratégique avec Mubadala, et qui est responsable de 22 % des investissements à l'étranger en 2020 et de 12 % en 2021. Les investissements étrangers du PIA, d'ampleur plus modeste (compris entre 200 et 800 M€ sur la période 2017-2021) sont principalement le fait de deux fonds *growth* (Eurazeo Growth Fund III géré par Eurazeo Investment Manager et Partech Growth II géré par Partech International Partners).

Graphique n° 4 : Poids (en montant) des investissements réalisés dans des entreprises non françaises par des fonds partenaires de Bpifrance

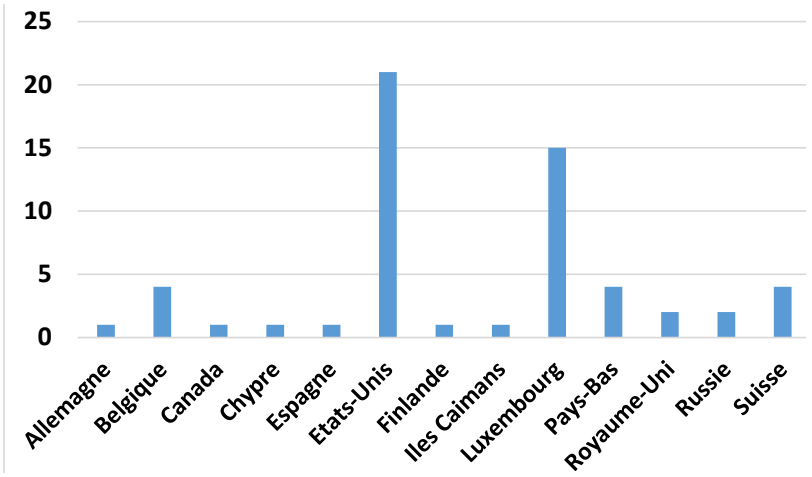


Source : données Bpifrance, traitement Cour des comptes

Par ailleurs, Bpifrance a investi directement dans plusieurs entreprises étrangères. Depuis sa création, 4 % des investissements directs (41 % en montant) ont été réalisés dans des entreprises localisées à l'étranger. Plus des trois quarts des sommes investies à l'étranger l'ont été dans de grosses participations de Bpifrance, ce qui résulte notamment du fait que les sociétés mères de Stellantis et de STMicroelectronics sont de droit néerlandais et localisées aux Pays-Bas. En retirant ces grandes participations, les participations directes réalisées à l'étranger ne représentent plus que 14 % des investissements en montants. Certaines concernent des entités situées au Luxembourg car il s'agit de holdings de détention du capital d'entreprises françaises ou internationales implantées dans plusieurs pays. Compte-tenu de l'ampleur des sommes investies et de la sensibilité des enjeux associés, il serait cependant opportun d'opérer à destination des actionnaires voire du Parlement un suivi synthétique des entreprises étrangères bénéficiant d'un investissement direct ou indirect.

[73] Lorsque Bpifrance souscrit un euro dans un fonds partenaire ayant une capacité d'intervention hors de France, il est exigé que ce fonds investisse au moins 2 € dans des entreprises françaises.

Graphique n° 5 : Répartition des sommes investies directement dans des entreprises étrangères (hors Stellantis, STMicroelectronics et Technip)



Sources : données Bpifrance, traitement Cour des comptes

3.4.3 Certains fonds concentrent les défaillances d'entreprises

Les entreprises ayant fait l'objet d'un investissement direct de Bpifrance sont peu nombreuses à être enregistrées comme « cessées » dans la statistique d'entreprises, c'est-à-dire ayant totalement arrêtées leur activité économique. Elles se concentrent sur certains fonds dont la stratégie d'investissement doit probablement être réexaminée.

Ainsi, 15 % des entreprises bénéficiaires du Fonds d'investissement Régional 1, créé en 2012 et dont la performance globale est pourtant plutôt bonne, sont classées comme « cessées ». Ces ratios sont également élevés mais de moindre ampleur sur les fonds régionaux plus récents (8 % pour le FIR 3,5 % pour le FIR 2 et 5 % pour le FIR 4 créé au moment de la crise).

Cette concentration d'entreprises défaillantes dans certains fonds s*mall cap*, usuelle sur ce segment, peut parfois s'expliquer par la thèse des fonds d'investissement. C'est le cas du fonds FIR 4, créé en 2009 en réponse à la crise financière : un tiers des produits de ce fonds sont des obligations à bons de souscriptions d'actions (OBSA) parce qu'il était impossible, à cette date, de valoriser correctement les sociétés et que cet instrument permettait de limiter les pertes pour Bpifrance. 30 % des sociétés bénéficiaires de ce fonds ont eu des difficultés importantes par la suite.

S'agissant des fonds de fonds, la part des entreprises classées comme « cessées » dans la statistique d'entreprises est de 9 % en nombre et de 5 % en montant. Si ces proportions n'ont rien d'anormal s'agissant de projets particulièrement risqués, une vingtaine de fonds partenaires présentent des ratios particulièrement élevés, supérieurs à 40 %, parfois sous l'effet de quelques investissements conséquents.

3.4.4 Plus de 5 % des entreprises cumulent plusieurs investissements de Bpifrance

Plus de 5 % des entreprises françaises du portefeuille de Bpifrance ont bénéficié de plusieurs interventions en fonds propres de la banque publique.

En tenant compte des entreprises françaises ayant bénéficié d'un investissement indirect au travers d'un fonds de fonds, cette proportion s'élève à 7 %. Il est en effet possible pour une entreprise de bénéficier à la fois d'un investissement direct de la part de Bpifrance et d'un investissement de la part d'une société de gestion partenaire puisque ces dernières interviennent en toute indépendance : leurs interventions ne constituent pas des « interventions en capital de la part de Bpifrance » qui n'a pas de pouvoir d'influence sur leurs choix. La plupart des entreprises aidées à plusieurs reprises ont bénéficié de deux investissements. Trois entreprises ont été financées six fois et une sept fois.

Sur ces dossiers, Bpifrance est intervenue après les premiers investissements des fonds partenaires, une fois l'entreprise lancée et connue. En général, Bpifrance intervient en effet au capital des entreprises les plus prometteuses au deuxième ou troisième tour de table : la banque publique continue ensuite d'accompagner et de financer ces entreprises pour les aider à lever des fonds supplémentaires et reste ainsi au conseil d'administration.

L'examen des quelques entreprises financées plusieurs fois directement ou indirectement par Bpifrance montre qu'elles ont eu une trajectoire très positive de développement : elles sont parmi les plus dynamiques et les plus prometteuses en termes de croissance et d'emploi. Il est cependant difficile d'identifier dans cette trajectoire le caractère déterminant de l'intervention de la banque publique. Un suivi des entreprises ayant bénéficié de plusieurs investissements devrait être réalisé, pour mesurer la pertinence du cumul de ces interventions, d'autant plus qu'elles conduisent à concentrer l'exposition en risque de Bpifrance, et donc indirectement de l'État, sur certaines entreprises. Ce constat renforce la nécessité, déjà soulignée par la Cour [74], d'une consolidation des participations financières directes et indirectes de l'État, pour mesurer l'intégralité du risque auquel il est exposé.

Recommandation n° 5. (Bpifrance) : Suivre les entreprises (i) dont l'entité opérationnelle est étrangère, (ii) identifiées comme « cessées » dans la statistique d'entreprises, (iii) ayant bénéficié quatre fois ou plus d'interventions en capital (directes ou indirectes) de Bpifrance.

CONCLUSION INTERMÉDIAIRE

Le processus de sélection des entreprises et des fonds partenaires est globalement robuste. Le cadre juridique est sécurisé et la société de gestion est indépendante.

En pratique, les membres de la banque publique ont un pouvoir décisionnaire important : tous les investissements inférieurs à 50 M€, soit la grande majorité des investissements, sont décidés en interne. Les investissements plus importants font l'objet d'une validation des comités d'investissements, voire du conseil d'administration.

Le cadre déontologique existant est clair. Les règles relatives aux opérations d'investissement et de désinvestissement sont contractualisées, et des « murailles de Chine »

[74] « La gestion des participations financières de l'État durant la crise sanitaire », Cour des comptes, février 2022.

ont été établies pour prévenir les conflits d'intérêts. Lorsqu'une telle situation apparaît des dispositifs d'encadrement supplémentaires peuvent être mobilisés.

La sélection des entreprises via des fonds directs respecte ce cadre déontologique. Le processus de sélection en small cap s'appuie sur le réseau local et semble maîtrisé. En mid cap et large cap, plusieurs exemples montrent l'existence d'un processus de sélection qui œuvre à la préservation des intérêts français, avec un point net de différenciation par rapport aux sociétés de gestion privées : l'accompagnement des primo-ouvertures des entreprises familiales. Sur le segment de l'innovation, l'intervention en capital de Bpifrance s'inscrit dans la continuité des autres dispositifs afin de proposer aux entreprises un continuum de financement tout au long de leur développement.

La sélection des fonds partenaires dans le cadre des fonds de fonds repose également sur des « due diligences » poussées et conduit à soutenir de nouveaux fonds, permettant de régénérer le marché sur des stratégies différenciantes. Certains désaccords avec les actionnaires dans le cadre du PIA, sur la nature des co-investisseurs ou encore sur la sélection de fonds partenaires présentant des thèses d'investissement éloignées des objectifs du PIA, ont été réglés.

Malgré les efforts de structuration du marché pour accroître les offres de financement late stage et l'implication de la banque dans les levées de fonds de grande taille, ces opérations restent encore peu nombreuses, avec des tickets offerts par Bpifrance au travers du fonds Large Venture spécialisé sur le segment, autour de 10 millions d'euros.

Par ailleurs, certains choix d'investissement apparaissent ponctuellement contestables.

Bpifrance a ainsi financé de nombreuses entreprises étrangères soit directement, soit via des fonds de fonds. En montant, près de 15 % des investissements directs (4 % en nombre) ont été réalisées à l'étranger, le plus souvent dans des holdings de détention du capital d'entreprises françaises ou multinationales. La part des investissements dans des entreprises étrangères via des fonds de fonds ne cesse de croître : bien que cette progression traduise le développement et l'internationalisation des fonds partenaires, les investissements de Bpifrance doivent se concentrer sur l'accompagnement sur les entreprises françaises.

Certains fonds régionaux concentrent un nombre important d'entreprises enregistrées comme « cessées » dans la statistique d'entreprise, c'est-à-dire dont l'activité a été totalement arrêtée (jusqu'à 15 %).

Enfin, 7 % des entreprises financées ont bénéficié plusieurs fois d'une intervention de Bpifrance, soit directement, soit au travers d'un fonds de fonds : quatre entreprises ont même été financées plus de sept fois et il est difficile, dans leur trajectoire de croissance, très dynamique au demeurant, d'identifier le caractère déterminant l'intervention de Bpifrance.

La Cour recommande en conséquence à Bpifrance d'opérer un suivi des entreprises :

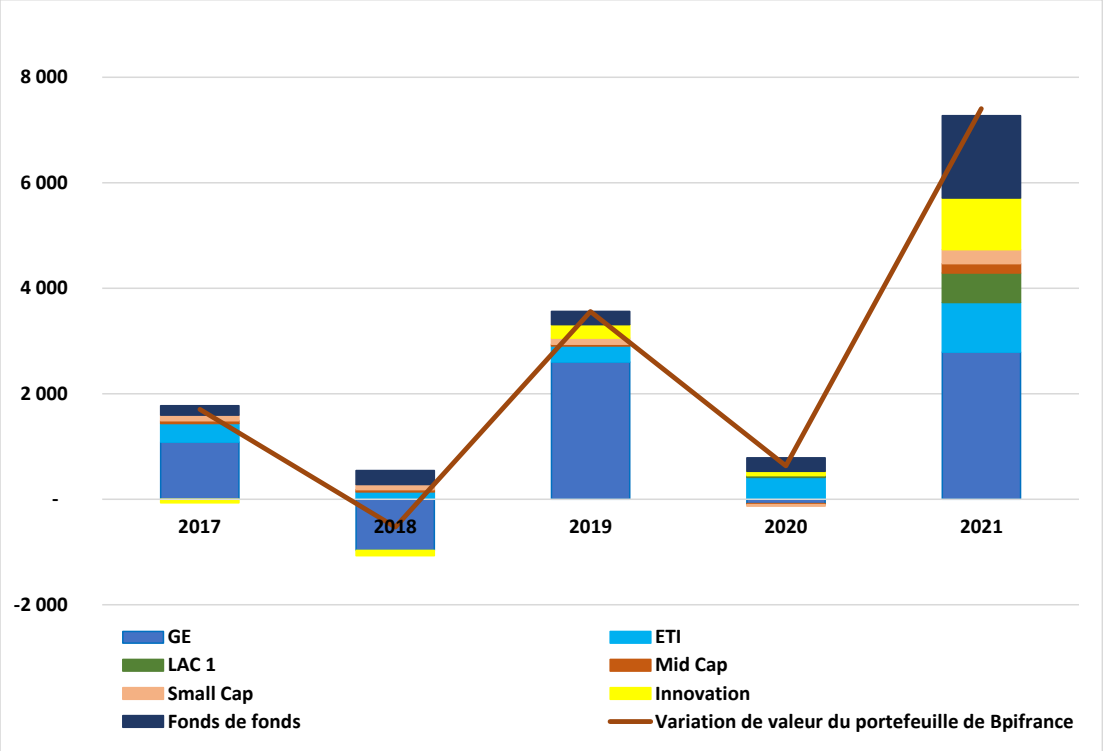
- *dont l'entité opérationnelle est étrangère,*
- *identifiées comme « cessées » dans la statistique d'entreprises,*
- *ayant bénéficié quatre fois ou plus d'interventions en capital (directes ou indirectes) de Bpifrance.*

4 DES RÉSULTATS TRÈS CONTRIBUTIFS MAIS UN BESOIN IMPORTANT DE TRÉSORERIE

4.1 Une rentabilité soutenue par quelques grandes participations et par les résultats des fonds de fonds

Les participations dans les grandes entreprises constituent la majorité du portefeuille de Bpifrance. Les fluctuations de leur valorisation expliquent donc sur longue période l'essentiel de la variation de la rentabilité des participations directes et indirectes de la banque. Les performances de Bpifrance reposent en outre de plus en plus sur l'activité de fonds de fonds, dont la rentabilité a été multipliée par quatre entre 2012 et 2021. Enfin, les performances des investissements dans des entreprises innovantes sont variables selon les années et les segments, tandis que la rentabilité des investissements *Mid Cap* pâtit de la baisse de la valeur des titres automobiles.

Graphique n° 6 : Décomposition de la variation de valeur du portefeuille de Bpifrance (en millions d'euros)



Note de lecture : la création de valeur présentée dans ce graphique s'appuie sur des données de Bpifrance en « vision portefeuille », consistant à rattacher 100 % des fonds dans lesquels Bpifrance est souscripteur (même si le fonds n'a pas été entièrement souscrit par Bpifrance). La création de valeur en n est assimilée à l'évolution des valorisations entre n et n-1.

Source : données Bpifrance, traitement Cour des comptes

La mesure de la performance d'un fonds d'investissement

Les deux indicateurs financiers les plus couramment utilisés pour mesurer la performance d'un fonds d'investissement sont le « multiple » et le « taux de rentabilité interne » ou TRI.

Le multiple mesure le retour réel, le cash, versé à l'investisseur : indépendant de la durée du fonds ou de l'investissement, il correspond au ratio entre l'ensemble des flux encaissés par le fonds (produit de cession final de l'opération, intérêts d'obligation, dividendes…) et les flux décaissés par le fonds (montant initial d'investissement, éventuels réinvestissements). Le multiple global d'un fonds, appelé « TVPI » (Total Value To Paid In) prend en compte à la fois les distributions déjà reçues (DPI, Distribution to Paid In) et les distributions à venir (RVPI, Residual Value to Paid In). Le RVPI repose sur des hypothèses de valorisation, souvent fortes, compte-tenu de la difficulté à valoriser certains actifs (brevets, logiciels, capital humain…). Le multiple est donc un indicateur plutôt pertinent pour valoriser les fonds matures pour lesquels la plupart des distributions ont déjà été reçues.

$$\text{DPI} = \frac{\text{Distributions versées aux investisseurs}}{\text{Montant des capitaux appelés}} = \text{Taux de retour effectif}$$

$$\text{RVPI} = \frac{\text{Valeur estimée du portefeuille}}{\text{Montant des capitaux appelés}} = \text{Taux de retour potentiel}$$

$$\text{TVPI} = \frac{\text{Distributions versées et à venir}}{\text{Montant des capitaux appelés}} = \text{Multiple global}$$

Pour prendre en compte le facteur temps, les investisseurs ont aussi recours à un second indicateur, le TRI, qui permet de convertir un multiple en un taux de rendement annualisé.

Il existe un lien direct entre le multiple d'un fonds, qui correspond au ratio entre distributions et appels de fonds, et son TRI, qui tient compte, en plus du multiple, de la durée d'existence du fonds.

4.1.1 La rentabilité hétérogène des grandes participations

Cinq lignes représentent à elles seules 65 % de la valeur totale du portefeuille de la banque publique.

La performance de l'activité d'investissement de Bpifrance dépend donc de la rentabilité des grandes participations, variable selon les années. En croissance en 2017, 2019 et 2021, elle s'est dégradée en 2015, 2016, 2018 et 2020.

4.1.2 Une performance des fonds qui diffère selon leur nature

4.1.2.1 Des fonds de fonds sur fonds propres performants

La performance des fonds de fonds gérés sur les fonds propres de Bpifrance a été multipliée par quatre entre 2012 et 2021, sous l'effet d'investissements supplémentaires mais

aussi de revalorisations. La moitié de la variation de valeur des fonds de fonds provient de moins d'une vingtaine de fonds.

Une partie de cette rentabilité résulte d'investissements dans des fonds français, qui ciblent en priorité des entreprises françaises. C'est par exemple le cas du fonds Alven Capital IV, fondé en 2000 et qui a contribué à plusieurs réussites[75].

Mais la performance des fonds de fonds gérés sur fonds propres est aussi imputable à des fonds très rentables qui investissent plutôt à l'étranger. C'est par exemple le cas des fonds Sino French, qui concentrent des montants importants d'investissement alors qu'ils réalisent de nombreux investissements hors Europe et qu'ils sont à capitaux majoritairement chinois. La rentabilité de ces investissements peut expliquer pourquoi la performance des fonds gérés sur fonds propres de Bpifrance semble plutôt supérieure aux performances du marché : le multiple des fonds de capital-développement était de 1,07 pour ceux lancés en 2010 contre 1,62 pour le FFI 2 et de 1,59 pour ceux lancés en 2012 contre 1,77 pour le FFI3.

Les fonds Sino French

Financé à la fois par le FFI II, le FFFI III et le FFI IV, dans le cadre d'accords entre Bpifrance, CDB Capital et Cathay Capital, les fonds sont gérés par Cathay Capital et ont pour vocation d'investir dans des entreprises françaises et chinoises pour stimuler les accords commerciaux entre elles tout en excluant la délocalisation de la production des entreprises françaises. Le premier fonds a été signé en présence du Président de la République et du Président chinois. La performance de ce fonds, qui a investi dans plusieurs entreprises françaises[76], est notamment imputable au succès du nouveau leader chinois de la gestion de la chaîne du froid.

4.1.2.2 Des fonds PIA matures légèrement moins rentables

L'analyse de la performance des fonds PIA n'est pertinente que pour les fonds PIA les plus anciens et matures, FNA et FFMC2 notamment. Les fonds créés plus récemment sont encore en phase de développement.

Pour ces véhicules anciens, la variation de valeur est un peu inférieure à celle des fonds de Bpifrance les plus « comparables »[77].

Bpifrance indique traiter de façon indifférenciée les dossiers sur fonds propres ou pour le compte du PIA. En pratique, certains fonds qui surperforment, comme les fonds Sino-French gérés par Cathay, sont absents des investissements PIA les plus anciens. Cette absence est logique car le PIA cible les fonds susceptibles d'investir en priorité en France.

Ponctuellement sur les années récentes, les comités consultatifs des fonds PIA ont cependant donné des avis favorables à des investissements PIA au sein de fonds franco-

[75] Frichti, Gemmyo, Liligo, Meilleursagents.com, Ooreka… L'évaluation des parts de Bpifrance dans ce fonds via le FFFI III a crû de plus de 100 M€ depuis l'acquisition des premiers titres.

[76] Smart AdServer, Surys, SeaOwl.

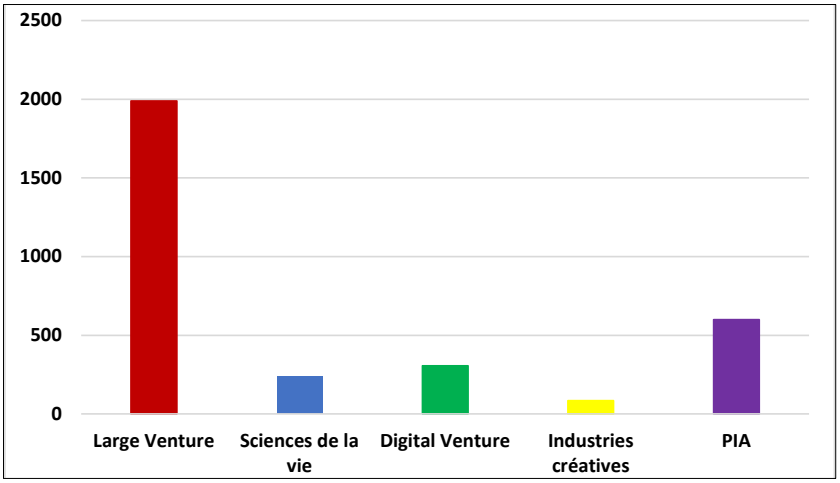
[77] À fin 2021, respectivement 1,59 pour le FNA, 1,58 pour le FFMC2 contre 1,62 pour le FFI II et 1,77 pour le FFFI III

chinois[78]. Certaines administrations s'y sont opposées car elles estimaient que la majorité des investissements devaient se faire hors Europe, que ces fonds sont à capitaux majoritairement chinois et que la thèse d'investissement de ces fonds ne répondait donc pas aux objectifs du PIA de financer la croissance française.

4.1.3 Les entreprises innovantes : une performance plus faible, variable selon les années et les segments

L'enveloppe d'investissement la plus large, sur le segment de l'innovation, est dédiée au *large venture*[79].

Graphique n° 7 : Valorisation à fin 2021 du portefeuille d'innovation de Bpifrance (en millions d'euros)



Source : données Bpifrance, traitement Cour des comptes

Les participations en *large venture* ont été particulièrement rentables en 2015 et 2016, tirées par quelques grands succès : chaque année, sur six investissements réalisés en moyenne par le pôle *large venture*, l'un d'entre eux se révèle être un futur champion français. Son activité et son rendement sont assez proches des valeurs moyennes observées sur les fonds de capital-risque, qui présentaient en moyenne un multiple à fin 2021 de 1,76 (contre 1,64 pour le *large venture*).

Dans les autres secteurs d'innovation, la performance des investissements est variable selon les années.

[78] Fonds Cathay Global Health financé via le MC3. Ce fonds vise une majorité d'entreprises étrangères (seulement 30 % à 35 % en France). L'investissement de Bpifrance dans le fonds a reçu un avis consultatif favorable du comité consultatif du MC3 en date du 10 novembre 2021.

[79] Ceci recouvre les participations directes en *large venture*, une partie des participations du fonds Bpifrance Innovation I, les participations directes de la banque et du FSI avant 2013 dans des entreprises innovantes.

La performance des fonds « Science de la vie » est très volatile car elle dépend des succès des essais cliniques : le risque est souvent binaire, avec des probabilités d'échec élevées[80].

Les fonds Innobio, gérés pour le compte de Bpifrance et de souscripteurs privés, ont été particulièrement performants en 2014 et 2015, notamment grâce à de fortes valorisations de biotechs cotées. L'action de Bpifrance sur ce segment a été particulièrement active : le fonds Innobio avait souscrit une vingtaine de participations entre 2015 et 2019, puis la banque a réalisé plus de 10 souscriptions sur le fonds Innobio 2 entre 2019 et 2021. Les investissements réalisés au travers de véhicules du PIA ont été par comparaison moins nombreux, avec 5 investissements du fonds FABS entre 2015 et 2019, tandis que le fonds Patient autonome du PIA, lancé en 2018, n'a souscrit ses 7 premières participations qu'en 2021.

Le reste des fonds d'innovation concerne essentiellement le développement de nouvelles technologies. La plupart sont récents[81], encore en phase de développement, si bien que leur performance encore faible n'est pas révélatrice des gains potentiels. Les fonds les plus anciens (Fonds Ambition numérique, lancé dans le cadre du PIA mais transféré à Bpifrance, Ecotech, ainsi que French Tech Accélération 1) ont vu leur rentabilité s'accroître nettement à partir de 2018, après trois à sept années de vie.

4.1.4 Les fonds de capital-développement, des performances modestes et contrastées

Les performances des fonds Mid-Cap sont contrastées, avec des pertes de valeur sur les fonds automobiles depuis 2017 : la performance de ces fonds dépend de la valorisation de quelques participations[82] qui représentent à elles seules la moitié du portefeuille automobile et qui ont été particulièrement affectées par la pandémie et les difficultés d'approvisionnement à la reprise.

La rentabilité des autres segments s'accroit tout au long de la durée d'existence des fonds. Si la comparaison avec la performance des fonds privés est délicate, compte-tenu de l'existence de thèses d'investissement diverses, elle suggère cependant souvent une performance des fonds de Bpifrance un peu inférieure, en particulier pour les investissements en dette ou mezzanine globalement moins rentables que l'investissement en fonds propres. Ainsi, le multiple du fond FIC 3 s'établit à fin 2021 à 0,99 contre un multiple moyen des fonds de capital-développement créés en 2010 de 1,07[83]. Le multiple du fonds FIC 4 est un peu supérieur à 1,2 (pour la partie *equity*) contre 1,8 pour les fonds de même millésime, créés en 2014 ; tandis que celui du fonds FIC 5 s'élève à 1,11 (partie *equity*) contre 1,07 pour les fonds privés de capital-développement. La performance des poches *equity* de Bpifrance Capital I et

[80] 40 % en phase clinique 3, qui est la dernière avant la soumission du dossier du produits aux autorités de santé, qui peuvent aussi refuser le dossier au dernier moment.

[81] Il s'agit notamment de fonds du PIA (PSIM lancé en 2017, French Tech Seed lancé en 2019, French Tech Accélération 2 lancé en 2021), ainsi que du fonds Bpifrance Innovation I.

[82] Treves SA pour 70 M€ à fin 2021 ; Sofedit pour 35 M€ ; Novares France pour 50 M€ ; Cooper Standard France pour 35 M€ : ces investissements ont été réalisés via le Fonds d'Avenir Automobile 1 (FAA1).

[83] Les données comparatives proviennent de France Invest, « Performance nette des acteurs français du capital-investissement à fin 2021 ».

de Bpifrance Mezzanine II sont respectivement de 1,34 et 1,13 contre 1,54 pour les fonds privés créés en 2018.

Enfin, la rentabilité des fonds d'investissement s*mall cap*, en rebond en 2021, est assez proche de la rentabilité des fonds privés, avec des multiples compris entre 1,3 et 1,4 en moyenne depuis la création de Bpifrance.

4.2 Une contribution positive de Bpifrance Participations au résultat du groupe principalement due à la valorisation des titres et parts de fonds

Plus de 80 % du résultat net de Bpifrance, sur longue période, est porté par l'activité d'investissement de Bpifrance Participations. Variable selon les années, la volatilité du résultat de Bpifrance Participations provient essentiellement de flux ne générant pas de trésorerie. L'estimation des valorisations, très dynamique en 2021, semble *a priori* robuste et prudente, mais il existe des risques de dévalorisation.

Le coût de gestion de cette activité semble contenu par rapport aux pratiques du marché, mais cette comparaison est difficile à établir car les charges d'exploitation ne reflètent pas l'intégralité des frais payés par la banque.

4.2.1 Un résultat dont l'évolution dépend de plus-values potentielles et volatiles

Les fonds directs de taille suffisante et dans lesquels Bpifrance assume l'essentiel des risques et bénéfices[84] font l'objet d'une intégration globale : leurs actifs, passifs et résultats, qui dépendent de la valeur des titres détenus par les fonds, sont repris ligne à ligne dans les comptes consolidés de Bpifrance Participations, tout en tenant compte du passif vis-à-vis des éventuels tiers qui co-détiennent le fonds[85].

Depuis le passage à la norme IFRS 9, les autres parts de fonds, non consolidées (essentiellement les fonds partenaires), sont enregistrées en juste valeur par résultat[86] (JVR) : les comptes de Bpifrance Participations retracent pour ces fonds les éventuels dividendes, mais surtout la variation de valeur de leurs portefeuilles d'une année à l'autre. Lorsque la valeur des titres se déprécie (respectivement s'apprécie) à l'actif, le compte de résultat de Bpifrance Participations est directement impacté à la baisse (respectivement à la hausse).

---

[84] En général, les fonds souscrits au moins à 50 % par Bpifrance : ils sont dits « consolidés ».

[85] Si Bpifrance partage les risques et bénéfices, une mise en équivalence est envisagée, comme ce fût le cas pour LAC 1. Comme risques et bénéfices sont partagés, le fonds n'a d'ailleurs pas le statut d'ODAC et peut s'endetter contrairement à Bpifrance Participations.

[86] Seuls les investissements directs qui ne transitent pas par des fonds sont enregistrés en juste valeur par capitaux propres (à l'exception des grandes participations mises en équivalence). Pour ces participations, si les titres se déprécient (respectivement s'apprécient) à l'actif du bilan, alors un compte spécifique (« gains et pertes comptabilisés en capitaux propres ») est mouvementé au passif pour y retracer les moins-values (respectivement plus-values latentes) : le compte de résultat n'est pas impacté.

Une part importante du produit net bancaire provient donc de la valorisation des titres et des parts de fonds pour plus de 50% en 2021 et 25% en moyenne sur la période 2017-2019[87]. Cet agrégat est particulièrement volatil et ne génère pas de flux de trésorerie**.** En 2021, les plus-values de cessions et la variation de la différence d'estimation des titres JVR ont atteint un niveau exceptionnel, de +1 Md€. Les fonds de fonds portent l'essentiel de la volatilité de cette ligne. En conséquence, cette même année, sur un résultat de 1,6 Md€, seul 0,5 Md€ est constitué de flux cash[88].

L'activité des entreprises dans lesquelles Bpifrance a une influence notable[89] au sens des normes comptables influe également beaucoup sur le résultat de Bpifrance Participations, par le biais de la mise en équivalence des titres associés : le résultat des entreprises est en effet comptabilisé, selon les normes comptables, directement pour la quote-part de détention de Bpifrance (ligne « sous-total des mises en équivalence »). Les titres mis en équivalence ne concernent que le segment du Capital-Développement (*large cap*) et leurs résultats ont peu varié entre 2017 et 2019. La crise sanitaire a cependant entravé les activités des entreprises concernées. En 2021, la contribution est également très faible mais pour des raisons de périmètre, avec la déconsolidation de PSA dont les titres ne sont plus mis en équivalence depuis la fusion avec FIAT.

[87] En intégrant les intérêts, majoritairement en lien avec des instruments de taux (JVR), ce ratio s'établit autour de 40 %.

[88] Une partie des 0,7 Md€ de dividendes est constituée de titres et ne génère pas de flux de trésorerie.

[89] Orange, Eutelstat, STM notamment.

Tableau n° 6 : Résultat consolidé de Bpifrance Participations

Résultat consolidé Bpifrance Participations (en M€)	2017	2018	2019	2020	2021
Dividendes et distributions des fonds	295	289	353	304	739
Intérêts	84	94	95	98	64
Commissions	43	42	43	51	66
Sous-total revenus	**432**	**444**	**521**	**479**	**914**
Plus-values de cessions de titres JVR	-2	-15	-40	55	2
Variation de différence d'estimation des fonds	129	224	171	-107	1001
Plus-values de cession de titres JVR et variation de la différence d'estimation des fonds	**127**	**209**	**131**	**-52**	**1003**
PNB	**559**	**653**	**652**	**427**	**1917**
Charges d'exploitation	-165	-189	-214	-239	-284
Résultat d'exploitation	**375**	**461**	**440**	**188**	**1633**
Sous-total des mises en équivalence	**251**	**379**	**434**	**-123**	**61**
Résultats nets	**573**	**866**	**879**	**59**	**1598**
RoE	***3%***	***5%***	***4%***	***0%***	***7%***

Source : Bpifrance

Note de lecture : le RoE (return on equity) ou rentabilité des capitaux propres se calcule en rapportant le résultat net et les capitaux propres de Bpifrance Participations.

Tableau n° 7 : Plus-values de cession de titres JVR, variation de la différence d'estimation des fonds et mises en équivalence par métier (en millions d'euros)

Plus-values de cession de titres JVR et variation de la différence d'estimation des fonds	2019	2020	2021
Fonds de fonds	132	15	908
Capital-développement	-4	-12	84
Innovation	4	-55	12

Sous-total des mises en équivalence	2019	2020	2021
Fonds de fonds	0	0	0
Capital-développement	434	-123	61
Innovation	0	0	0

Source : Bpifrance

Les autres composantes du PNB génèrent de la trésorerie et leur niveau a été relativement stables sur les années récentes.

Les dividendes correspondent aux versements effectués par les plus grandes entreprises ainsi que des plus-values en provenance des fonds partenaires[90]. Ils ont été stables, à l'exception de 2021, année où, en contrecoup de l'absence de versement en 2020, les distributions ont été significatives (700 M€), portées par les contributions des plus grandes entreprises[91], ainsi que par les distributions des fonds partenaires (200 M€).

Tableau n° 8 : Dividendes et distributions de fonds (en millions d'euros)

Dividendes et distributions de fonds	2019	2020	2021
Fonds de fonds	106	117	193
Capital-développement	247	187	546
Innovation	0	0	0

Source : Bpifrance

Les commissions perçues varient peu également. Seules les commissions perçues pour compte de tiers améliorent le résultat de Bpifrance Participations, les autres frais de gestion tarifés dans le cadre de la gestion pour compte propre s'annulent en effet lors de la consolidation.

4.2.2 Des valorisations plutôt prudentes, un risque de marché contenu

4.2.2.1 Une approche plutôt prudente de la valorisation

La qualité de la valorisation des participations affecte directement le résultat de la banque publique car les bénéfices du groupe sont essentiellement portés par l'activité de capital-investissement.

Une campagne de valorisation est donc organisée par la direction financière en lien avec les directions métiers. Elle s'applique à l'ensemble des participations directes et indirectes de Bpifrance Participations, et permet d'évaluer la valeur de marché la plus pertinente possible de chacun des actifs. Les « Fonds Tiers », non intégralement souscrits par Bpifrance Participations (par exemple les fonds PIA), font l'objet d'une revue au moins semestrielle de l'ensemble des participations. A minima, les trois quarts des valorisations des participations des « Fonds internes » sont revues chaque semestre, dont notamment l'intégralité des participations des « Fonds internes » hors direction *small cap.*

[90] Si Bpifrance a souscrit un montant de 100 dans un fonds partenaire et que 80 sont libérés, tout euro supplémentaire récupéré par rapport aux 80 sera considéré comme une plus-value.

[91] Stellantis pour 200 M€ dont 156 M€ en titres Faurecia / Forvia; Orange pour 200 M€ ; Technip Energies en titres pour 44 M€ et CMA-CGM pour 30 M€.

Divers documents internes explicitent les méthodologies par type d'investissement[92] : les méthodes utilisées sont identiques, quels que soient les souscripteurs des fonds (compte propre, État, CDC, autre tiers).

Pour les prises de participations indirectes au travers de fonds de fonds, Bpifrance s'appuie sur les dernières valorisations mises à disposition par les sociétés de gestion partenaires, tout en procédant à des ajustements pour s'assurer qu'*in fine* la valeur retenue corresponde aux liquidités que la banque publique recevrait si la cession de toutes les participations du fonds de fonds étaient réalisées à la date de la valorisation.

Les méthodes de valorisation des participations directes peuvent varier, en fonction de la densité des informations disponibles. Lorsque les titres détenus par les fonds de Bpifrance sont cotés, ils sont valorisés sur le fondement de leur cours de clôture à la date de valorisation. Lorsque les titres ont été acquis il y a moins d'un an, ils sont valorisés à la valeur d'investissement. Les estimations peuvent aussi s'appuyer sur plusieurs méthodologies concurrentes puis pondérées : flux futurs de trésorerie ou de dividendes, agrégat comptable auquel est appliqué un facteur multiplicatif, valeur du dernier tour de table…Des décotes peuvent enfin être rajoutées pour corriger les valorisations obtenues via les modèles et les résultats obtenus sont validés par les commissaires aux comptes.

L'analyse rétrospective des opérations de valorisation du portefeuille permet de comparer la valeur de cession aux dernières valorisations. Ce travail fait globalement ressortir une amélioration de la qualité des valorisations depuis 2015 et une prudence moyenne, avec un écart d'environ 15 % entre les valorisations et les valeurs de cessions. Pour les titres cotés, les cessions de marché se font toutes proches, voire un peu au-dessus, des Cours Moyens Pondérés. Les cessions sur le périmètre *mid & large cap* se sont effectuées en 2021 à +10 % en moyenne par rapport à la dernière valorisation ce qui traduit des valorisations cohérentes. Enfin, pour les titres non cotés et sur le périmètre des fonds propres PME, les cessions ont été réalisées à un niveau supérieur de 25 % par rapport à la dernière valorisation, traduisant une approche plutôt prudente. La précision de la valorisation s'améliore et la tradition de prudence excessive tend à diminuer, notamment suite aux de l'inspection générale de la banque.

4.2.2.2 A fin 2021, pas d'incertitudes majeures sur le compte de résultats et la variation de valeur

La perte de valeur des instruments financiers constitue un risque important qui pèse sur les investissement directs et indirects de Bpifrance.

Les accords de Bâle imposent de prendre en compte ce risque, qui impacte les exigences minimales de fonds propres de Bpifrance, via le calcul du ratio prudentiel CET1 (« pilier 1 »).

[92] Les méthodologies retenues sont conformes aux exigences fixées par la directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et aux principales normes applicables aux OPC et aux sociétés de capital investissement publiées par l'Autorité des Normes Comptables.

Les actions entrent dans le calcul de ce ratio, avec des pondérations forfaitaires de 100 % (pour les actions) ou 150 % (pour le capital-risque) [93].

Le deuxième pilier des accords de Bâle instaure le principe d'une surveillance prudentielle propre à chaque banque. Bpifrance évalue le risque maximal à horizon d'un an et dans des conditions normales de marché (« Value at risk ») : les estimations de Bpifrance varient entre 9 et 13 Md€ selon les années (12,6 Md€ en 2021, soit un peu plus de 50 % du portefeuille sur lequel est calculé le risque). Des calculs similaires réalisés sur un portefeuille qui serait constitué des seuls titres constitutifs de l'indice CAC 40 donnent des résultats proches.

Les risques extrêmes sont évalués au travers de stress tests réalisés par la banque publique sous l'égide de la BCE. Dans les stress tests de 2021, il a été estimé que le choc macroéconomique retenu[94] entraînerait une perte totale de 40 % de la valeur des portefeuilles d'investissements. Le ratio CET1 se dégraderait davantage que dans les autres banques mais resterait supérieur en niveau car Bpifrance affiche des ratios prudentiels de départ particulièrement élevés.

D'autres indicateurs sont mobilisés aux côtés de ces deux exercices centraux :

- la banque opère une surveillance renforcée sur les dossiers classés en *watch list* (mis sous surveillance) de même que sur les participations non performantes (rentabilité très faible) qui représentaient 7,2 Md€[95] fin 2021. L'exposition au risque lié au conflit russo-ukrainien est limitée[96] ;
- pour contenir les risques financiers, Bpifrance Participations se fixe des limites sectorielles d'exposition. Ces plafonds ont été dépassés en 2021 sous l'effet de fortes valorisations boursière. Bpifrance a cependant réhaussé la limite, qui a perdu dès lors une partie de son sens.

Enfin, un indicateur synthétique de risque agrégé permet, pour les participations directes uniquement, de résumer l'ensemble des risques. Il est comparé à l'indice CAC 40 par deux biais :

- le « risque générique » est lié à la tendance générale de marché. Principal contributeur au risque de portefeuille, il est globalement plus élevé que le CAC car la volatilité des titres de Bpifrance est plus importante ;
- le risque sectoriel lié aux participations détenues par Bpifrance est aussi plus important que le risque sectoriel du CAC. Les titres de Bpifrance sont plus concentrés. La concentration sectorielle du risque de Bpifrance a augmenté en 2020 et en 2021, principalement sous l'effet de la hausse de STMicroélectronics.

---

[93] Ces pondérations devraient passer prochainement à 250 % pour les actions et jusqu'à 400 % pour le private equity dans le cadre de Bâle IV. Bpifrance étant un investisseur patient, l'ensemble de son portefeuille d'investissement pourrait être considéré comme un portefeuille actions à pondérer à 250 %.

[94] Choc de -46 % sur le CAC 40 et les principaux indices européens.

[95] Dont notamment Orange, dont la pertinence du classement en watch list peut être questionné compte-tenu des faibles marges de manœuvre de Bpifrance.

[96] Les deux plus gros risques sont Technip Energie qui avait un gros contrat en Russie et Total Eren, spécialisé sur les énergies renouvelables qui avait des contrats de développement en Ukraine.

4.3 Une activité dont le coût réel est difficile à évaluer

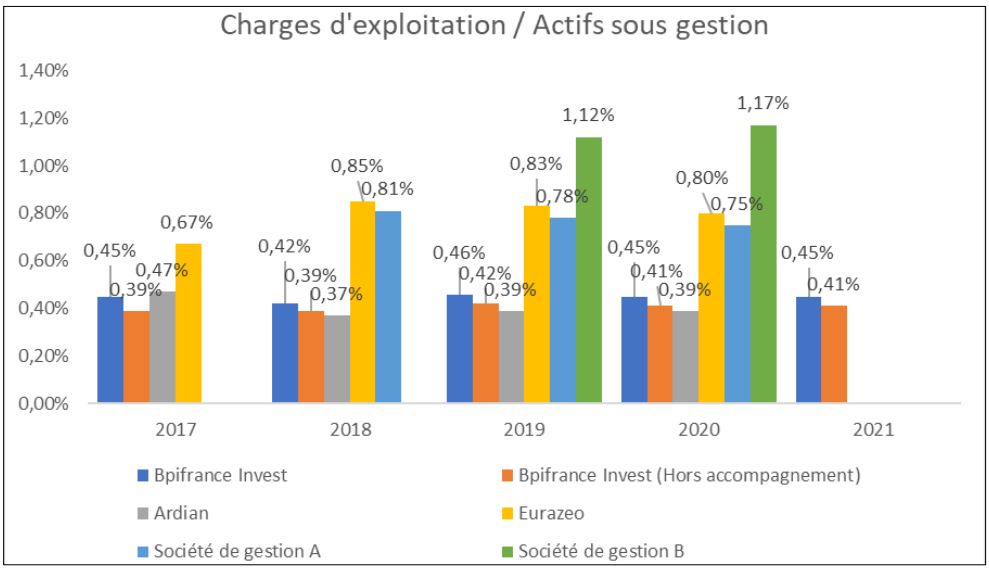
4.3.1 Des charges en apparence peu élevées mais qui ne couvrent pas tous les frais de gestion payés par Bpifrance

Les coûts supportés par la banque publique pour son activité d'investissement apparaissent pour partie dans le compte de résultat et, pour le reste, sont imputés directement sur l'actif des fonds.

La part de ces coûts directement visible dans le compte de résultat, les charges d'exploitation, augmente sous l'effet de la croissance globale de l'activité d'investissement. Ces charges sont composées de frais de personnel (120 M€ en 2021), de prestations (40 M€), de dépenses liées à l'activité d'accompagnement (24 M€) et d'informatique (10 M€).

La banque publique estime que ses charges d'exploitation sont globalement plus faibles que celles des autres sociétés de gestion, même si elle gère davantage de fonds directs. Les taux moyens de gestion appliqués aux fonds directs sont en effet systématiquement plus élevés que pour les fonds de fonds, en raison principalement d'une structure de coûts différente. Les fonds directs ont un besoin en ressources humaines plus important, avec des équipes de gestion plus nombreuses et spécialisées par secteur.

Graphique n° 8 : Benchmark des charges d'exploitation de différentes sociétés de gestion



Note de lecture : Le rapport entre les charges d'exploitation et l'actif sous gestion de Bpifrance est assez proche de celui d'Ardian, alors que celle-ci dispose d'une part de fond directs très inférieure moindre (47 % en 2020 contre 70 % pour Bpifrance. La comparaison de ces données doit être maniée avec précaution.

Source : Bpifrance

Cependant, les charges d'exploitation ne retranscrivent pas l'intégralité des coûts supportés par la banque publique pour son activité d'investissement car une partie des coûts des opérations (les honoraires d'investissements juridiques en lien avec une opération par exemple)

est imputée sur l'actif des fonds, conformément à la pratique du marché. S'agissant des fonds de fonds, les commissions de gestion prélevées sur les fonds dans lesquels Bpifrance investit ne sont, par nature, pas directement retracées dans le compte de résultat : les sociétés de gestion les prélèvent directement sur l'actif sous gestion, ce qui fait baisser la valeur liquidative du fonds. Cette baisse liée aux frais de gestion impacte négativement le bilan et le compte de résultat. Elle ne fait pas l'objet d'une concaténation ni d'un suivi de la part de la banque publique.

Dans la mesure où Bpifrance investit systématiquement dans ces fonds aux côtés d'investisseurs de la place, elle bénéficie des conditions tarifaires prévues au règlement du fonds. Il n'y a donc pas de discrimination possible dans le taux appliqué qui serait particulièrement défavorable à Bpifrance par rapport aux autres acteurs de la place.

La formule contractuelle classique de rémunération des gestionnaires de fonds est « 2%-20%-8% », c'est-à-dire qu'elle combine des commissions de gestion correspondant à 2 % de la taille du fonds par an pendant sa période d'investissement (puis avec une diminution *post* période d'investissement), et une commission de surperformance (*carried interest*) égale à 20 % des plus-values réalisées dans les cas où la rentabilité du fonds est supérieure à 8 %.

Bpifrance estime que les frais annuels payés aux sociétés de gestion partenaires sont de l'ordre de 150 M€ : la banque fait partie des très rares investisseurs à négocier un plafond global (15 % à 20 % de la taille du fonds sur l'intégralité de sa durée de vie) pour encadrer l'ensemble des frais de gestion sur la durée de vie des fonds.

Par ailleurs, Bpifrance réalise ponctuellement des opérations en « *no fees no carried* ». Cette pratique consiste, pour les gros investisseurs, à investir directement dans une entreprise aux côtés du fonds dans lesquels ils ont déjà souscrit, ce qui leur permet d'éviter de payer, pour cette partie, des commissions et du *carried interest*. En contrepartie, les sociétés de gestion qui pratiquent le co-investissement profitent d'un effet volume, et peuvent bénéficier de l'accompagnement de la part du co-investisseur sur un marché cible. Bpifrance participe à ce type d'opérations de co-investissement, mais exclusivement dans des entreprises françaises et dont l'action est compatible avec la stratégie de « banque du climat » portée par Bpifrance.

4.3.2 Des frais facturés par la banque publique à l'État dans le cadre du PIA

Compte tenu des spécificités de ses missions d'intérêt général, Bpifrance Investissement ne prélève pas de *carried interest* sur les fonds qu'elle gère pour compte de tiers. Alors que les frais payés par Bpifrance aux sociétés de gestion le sont sur la base du « 2 %-20 %- 8 % », les taux de frais de gestion tarifés par Bpifrance sont de l'ordre de 0,5 %, similaires au coût pour la banque publique de sa gestion pour compte propre. Les comparaisons entre sociétés de gestion en matière de commissions doivent cependant être maniées avec précaution car les formules varient d'un fonds à l'autre, et les taux de commission évoluent en fonction de la maturité des fonds.

Tableau n° 9 : Taux de frais de gestion appliqués par Bpifrance

Produits d'exploitation (en % des actifs sous gestion	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Fonds propres	0,45 %	0,50 %	0,46 %	0,43 %	0,45 %	0,50 %	0,54 %
Gestion pour compte de tiers (dont PIA)	0,59 %	0,61 %	0,66 %	0,63 %	0,66 %	0,50 %	0,54 %
Total	**0,47 %**	**0,52 %**	**0,49 %**	**0,46 %**	**0,48 %**	**0,50 %**	**0,54 %**

Source : Bpifrance

4.4 Un indicateur très dynamique mis en avant par la banque : la variation de valeur

Afin de proposer une analyse exhaustive de la performance de son activité d'investissement, et en complément des indicateurs utilisés pour suivre la performance de son portefeuille (TVPI et TRI), la banque publique présente aux actionnaires un indicateur dénommé variation de valeur et qui intègre des composantes extra-comptables.

Cette variation de valeur prend en compte, en plus du résultat net IFRS 9, l'évolution des plus-values latentes et réalisées des plus grandes entreprises dont les titres ne sont pas enregistrés pour leur juste valeur par résultats : en 2021, ces plus-values latentes et réalisées ont crû de plus de 2,9 Md€.

Un retraitement extra-comptable est également réalisé afin d'avoir la vision la plus proche de la valeur pour les actionnaires des titres mis en équivalence. Les normes IFRS imposent en effet de calculer la valeur d'équivalence uniquement à partir du résultat de l'entreprise[97], qui peut substantiellement différer du cours de bourse ou des valorisations obtenues par d'autres méthodes. Cet écart est particulièrement marqué en 2021, avec une valeur de marché pour STMicroelectronics de 5,4 Md€ très supérieure à sa valeur d'équivalence de 1,1 Md€.

Ces deux postes, qui ne génèrent pas de flux de trésorerie, sont très volatils et peuvent contribuer certaines années à améliorer substantiellement l'indicateur de création de valeur de Bpifrance Participations. En 2021, la part de cash dans la variation de valeur affichée à 6 Md€ n'est que de 1 Md€.

[97] La valeur d'équivalence est égale à la valeur d'acquisition + la quote-part détenue * le résultat de la société – les dividendes perçus.

Tableau n° 10 : Décomposition de la variation de valeur de Bpifrance Participations

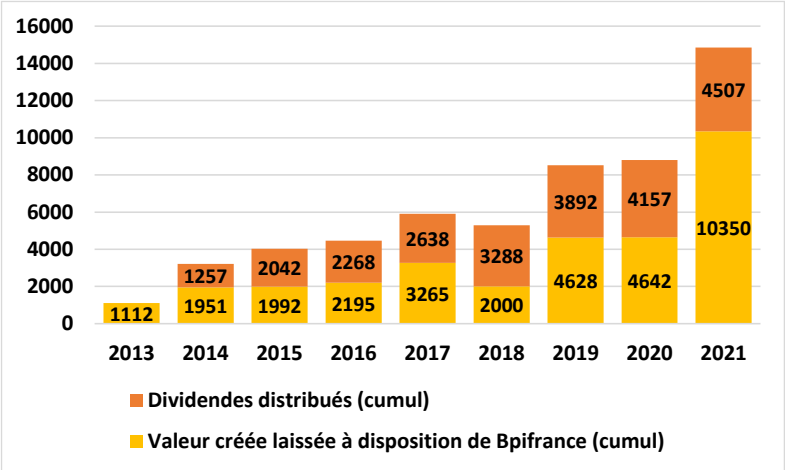
	2017	2018	2019	2020	2021
Résultats nets IFRS	1161	866	880	59	1599
Gains et pertes par capitaux propres	-541	-622	965	-719	2941
Variation de valeur des mises en équivalence	821	-859	1387	940	1518
Variation de valeur sur l'année	1441	-615	3232	280	6058

Note de lecture : la création de valeur présentée ici mesure la performance du capital investi par l'État et la CDC. Elle n'intègre pas les fonds gérés pour comptes de tiers et ne prend en compte que la quote-part souscrite par Bpifrance dans les fonds co-souscrits.

Source : données Bpifrance, traitement Cour des comptes

Les dividendes versés par Bpifrance Participations à Bpifrance SA sont fonction de son résultat net. Sur le long terme et en cumul, ils représentent environ le tiers de la variation de valeur de Bpifrance Participations.

Graphique n° 9 : Répartition de la variation de valeur entre Bpifrance Participations et Bpifrance SA



Source : données Bpifrance, traitement Cour des comptes

4.5 Une activité d'investissement soutenable grâce à des apports en capitaux de Bpifrance SA

Même si l'analyse des risques de marché ne laisse pas apparaître de fragilité majeure, comme l'activité d'investissement monte en puissance, le coût des nouveaux investissements n'est pas couvert, chaque année, par les gains de cessions et les encaissements de produits de portefeuille. L'équilibre de la trésorerie sur le long terme est assuré par les augmentations de capital qui interviennent à échéances régulières : elles conduisent non seulement à réinvestir en totalité des montants équivalents aux dividendes versés aux actionnaires mais également à réaliser quelques apports complémentaires.

Tableau n° 11 : Décomposition des flux de trésorerie de Bpifrance Participations (en millions d'euros)

Avec apports en capital

	Trésorerie 31/12 N-1	Dividendes versés à Bpifrance SA	Investissements	Variation de l'actif circulant/ variations avances comptes sociaux	Augmentation de capital en numéraire	Désinvestissements	Encaissements (produits de portefeuille)	Trésorerie 31/12 N
2 015	2 037	- 785	- 1 128	- 97	-	1 523	391	1 941
2 016	1 941	- 225	- 1 457	- 221	-	1 802	474	2 314
2 017	2 314	- 370	- 2 770	- 230	400	1 355	363	1 062
2 018	1 062	- 650	- 1 025	- 195	1 369	313	431	1 305
2 019	1 305	- 604	- 1 598	- 100	-	2 086	440	1 529
2 020	1 529	- 265	- 2 208	- 70	-	1 269	285	540
2 021	540	- 350	- 3 118	125	1 208	2 106	429	940

Sans apports en capital

	Trésorerie 31/12 N-1	Dividendes versés à Bpifrance SA	Investissements	Variation de l'actif circulant/ variations avances comptes sociaux	Augmentation de capital en numéraire	Désinvestissements	Encaissements (produits de portefeuille)	Trésorerie 31/12 N
2 015	2 037	- 785	- 1 128	- 97	-	1 523	391	1 941
2 016	1 941	- 225	- 1 457	- 221	-	1 802	474	2 314
2 017	2 314	- 370	- 2 770	- 230	-	1 355	363	662
2 018	662	- 650	- 1 025	- 195	-	313	431	- 464
2 019	- 464	- 604	- 1 598	- 100	-	2 086	440	- 240
2 020	- 240	- 265	- 2 208	- 70	-	1 269	285	- 1 229
2 021	- 1 229	- 350	- 3 118	125	-	2 106	429	- 2 037

Source : données Bpifrance, traitement Cour des comptes

Malgré des recapitalisations de 3 Md€ de la part de la holding Bpifrance SA[98], ce déséquilibre est observé sur l'ensemble des activités d'investissement de la banque publique sur ses fonds propres. Il s'explique en partie par la distribution de dividendes par Bpifrance Participations en cash.

Une autre voie de financement des nouveaux investissements est d'accélérer la rotation du capital et donc d'accroître le produit des cessions de titres.

Compte-tenu du poids de la banque publique sur le marché, son désengagement est parfois complexe, notamment dans le cadre de grosses participations peu liquides et peu rentables. L'opportunité du désengagement, son impact sur une éventuelle faillite ou son effet sur l'emploi doivent être bien mesurés, comme le montrent des exemples de désengagements récents.

Le « momentum » retenu pour les cessions répond aussi à des exigences de rentabilité : une mauvaise conjoncture économique, ou encore la nécessité de valoriser au mieux les actifs peuvent parfois conduire à repousser dans le temps la date d'une cession.

[98] Le montant total des augmentations de capital successives s'élève à 3 Md€ contre 3,2 Md€ de versements de dividendes.

Les différentes modalités de sortie du capital

Une première modalité de sortie consiste à introduire l'entreprise en bourse, ce qui suppose une capacité de l'entreprise, même de petite taille, à s'insérer sur le marché financier. À ce jour, le « Nasdaq européen » n'existe pas et il est très difficile pour les licornes européennes de réussir une entrée en bourse. Une autre modalité de sortie, la plus courante, est la cession à un autre industriel. Enfin, la cession à un autre investisseur ou à l'équipe de management peut être envisagée, en faisant éventuellement appel à des montages de type LBO.

La majorité des cessions de titres[99] détenus indirectement par Bpifrance via les fonds de fonds sont faites auprès d'acteurs qui ne sont pas des fonds : 87 % des cessions des fonds innovations, 78 % pour les fonds régionaux et 60 % pour les fonds de capital-développement nationaux.

Les cessions de titres par les fonds partenaires de Bpifrance à d'autres fonds représentent près de 30 % des cessions. Elles peuvent traduire une nouvelle phase de croissance et de transformation, avec une entreprise financée par un fonds de capital-développement qui prend par exemple le relais d'un fonds régional. Elles s'expliquent aussi par des exigences de rentabilité : elles présentent le meilleur niveau de performance (multiple de 2,5, comparé à 2,0 pour les cessions industrielles et 1,5 pour la cotation).

Dans sa programmation à moyen terme 2022-2027 et dans le prolongement de la dynamique des investissements passés, Bpifrance estime qu'une augmentation de capital de 4 Md€ serait nécessaire dès fin 2023 ou début 2024. Cette demande a été refusée par les actionnaires. Une rotation plus systématique du capital est donc indispensable pour assurer l'équilibre financier du modèle économique.

Recommandation n° 6. (Bpifrance, Caisse des dépôts et consignation, Direction générale du Trésor, Agence des Participations de l'État) : Assurer la rotation des capitaux investis dans les fonds pour permettre le financement de nouveaux investissements sans apports en capital supplémentaires.

CONCLUSION INTERMÉDIAIRE

Les résultats de l'activité d'investissement sont très contributifs aux résultats de Bpifrance. Ils dépendent essentiellement de l'évolution de la valorisation des plus grandes entreprises, avec cinq lignes qui représentent près des deux-tiers de la valeur totale du portefeuille. La valeur des titres de STMicroelectronics a notamment progressé chaque année, à l'exception de 2018.

Plus récemment, la banque a bénéficié du dynamisme de la valorisation des fonds de fonds dont la performance a été multipliée par quatre entre 2012 et 2021. La rentabilité des fonds de fonds les plus matures est notamment imputable à des véhicules investissant

[99] Lorsqu'une cession est réalisée, son produit est distribué selon des règles propres à chaque fonds : à titre d'exemple, le produit de cession de fonds PIA (comme FFMC2 par exemple) n'est distribué que lorsqu'il a atteint certains seuils.

principalement à l'étranger, ce qui explique une performance un peu supérieure des investissements réalisés par Bpifrance sur ses fonds propres par rapport aux investissements du PIA.

Enfin, les performances des investissements via des fonds directs dans des entreprises innovantes sont variables selon les années et les segments, tandis que la rentabilité des investissements Mid-Cap pâtit de la baisse de la valeur des titres automobiles.

Les règles comptables IFRS 9 conduisent à inscrire au résultat l'évolution de la valorisation de nombreux fonds : lorsque la valeur des titres se déprécie (ou inversement s'apprécie) à l'actif, le compte de résultats de Bpifrance est directement impacté à la baisse (ou inversement à la hausse). Par conséquent, une partie importante du produit net bancaire est volatile et ne génère pas de flux de trésorerie : en 2021, sur un résultat de 1,6 Md€, seul 0,5 Md€ est constitué de flux cash.

Comme la valorisation des fonds partenaires et des fonds non consolidés impacte directement le résultat de la banque publique, la qualité de son estimation est importante. Elle repose sur un panel de méthodes bien documentées, robustes et prudentes. Le suivi du risque de marché, c'est-à-dire de perte de valeur des titres détenus, fait appel à des méthodes traditionnelles et les résultats de ce suivi ne laissent pas apparaître de fragilité majeure sur l'activité d'investissement.

En dehors de l'impact de la valorisation des titres, les autres composantes du PNB sont en majorité des flux de revenus comptables et leur niveau a été relativement stable sur les années récentes. Du côté des charges liées à l'activité d'investissement, le coût de gestion est en apparence contenu par rapport à d'autres sociétés de gestion privées, mais les charges d'exploitation ne reflètent pas l'intégralité des frais payés par la banque.

Jusqu'à présent, le financement des nouveaux investissements a été assuré par des apports en capital de Bpifrance SA à Bpifrance Participations.

Pour garantir dans la durée la soutenabilité du modèle économique, la Cour recommande donc d'assurer la rotation des capitaux investis dans les fonds, pour permettre le financement de nouveaux investissements sans apports en capital supplémentaires.

---

5 UN SOUTIEN AVÉRÉ À L'ÉCONOMIE, UNE STABILISATION NÉCESSAIRE DE L'ACTIVITÉ D'INVESTISSEMENT

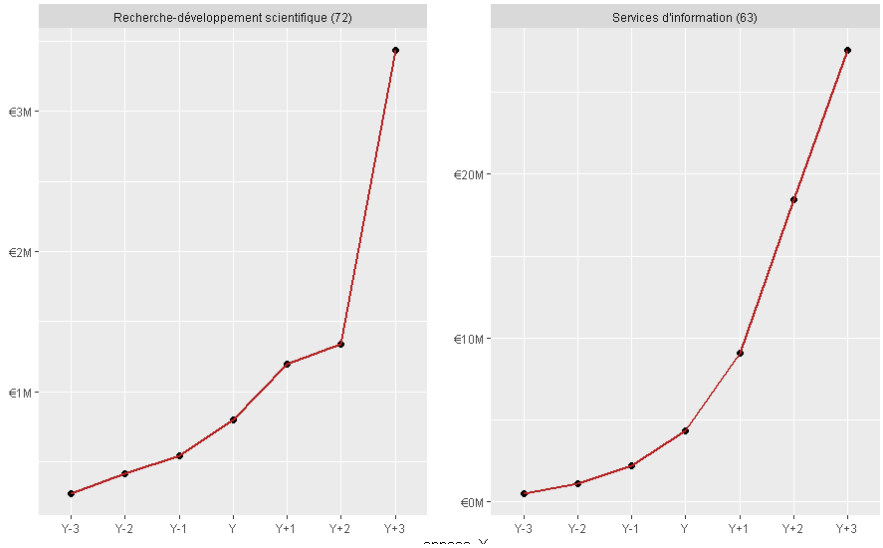
5.1 Une trajectoire de croissance dynamique des entreprises financées

L'effet positif de l'intervention de la banque publique sur l'ensemble de l'économie est indéniable. Sur longue période, l'activité des entreprises ayant bénéficié d'un investissement direct de Bpifrance a fortement crû, en particulier dans les secteurs les plus innovants.

La croissance du chiffre d'affaires de l'ensemble des entreprises financées directement s'élève ainsi à près de 80 Md€ depuis la création de Bpifrance, à comparer aux 31 Md€ d'actifs sous gestion directe.

Les bénéficiaires relevant du secteur de la recherche et développement ont par exemple vu leur chiffre d'affaires multiplié par cinq, passant de 0,8 M€ à 4 M€ en moyenne dans les trois années qui ont suivi l'investissement de Bpifrance. Leur activité était déjà en croissance avant l'intervention (CA moyen de 0,2 M€ trois ans avant l'intervention), mais dans une moindre mesure. Le constat est identique pour les autres secteurs intensifs en innovation, avec un dynamisme particulièrement marqué des entreprises de programmation, de services d'innovation, d'ingénierie, ou encore de fabrication de produits informatiques. Le dynamisme de ces secteurs sur la même période et d'autres dispositifs de soutien expliquent aussi la bonne croissance des bénéficiaires d'investissements directs de Bpifrance. Il n'en demeure pas moins que l'apport de Bpifrance a été profitable sur le plan économique.

Graphique n° 10 : Croissance du chiffre d'affaires des bénéficiaires d'un investissement de la part de Bpifrance, trois ans avant et trois ans après l'investissement



Champs : entreprises dans lesquels Bpifrance a réalisé un investissement direct (éventuellement au travers d'un fonds), entre 2012 et 2017 (pour pouvoir disposer du chiffre d'affaires trois ans après l'investissement), et non rentables (donc susceptibles de bénéficier d'investissements de capital-innovation), soit près de 400 entreprises réparties ensuite par secteur.

Note de lecture : les courbes montrent l'évolution en millions d'euros du chiffre d'affaires moyen dans lesquelles Bpifrance a investi, jusqu'à trois ans avant l'investissement (Y-3), pendant l'investissement (en date Y) et jusqu'à trois ans après l'investissement (Y+3).

Sources : données Bpifrance, FARE et déclarations fiscales, traitement Cour des comptes

5.2 Un soutien conjoncturel globalement réussi pendant la pandémie

Pendant la crise sanitaire, Bpifrance a joué, aux côtés des fonds privés de capital-investissement, un rôle contracyclique en maintenant une activité d'investissement qui a préservé le bilan des entreprises concernées.

Bpifrance a accepté des niveaux d'emprise bien supérieurs à l'usage habituel[100] et a contribué à la création de nouveaux fonds en réponse à la crise : fonds de rebond comme FAST et FIT 2 dans le tourisme, FAA2 pour l'automobile, FRPME pour soutenir l'investissement dans les PME. Le fonds Multicap Croissance n°3 financé par le PIA (+360 M€) a aussi été renforcé pour soutenir les PME innovantes dans leurs phases d'industrialisation et dans leur développement. Le « Fonds de Fonds *Growth* » (FFG) a été créé pour investir dans des fonds de capital innovation. Enfin Bpifrance a lancé le « Plan 1 200 tickets » qui visait à investir dans 1 200 PME en 12 mois, soit au travers de fonds partenaires, soit en direct.

L'impact de l'intervention de Bpifrance sur les résultats des entreprises pendant la crise sanitaire a été différencié selon la taille des entreprises. Son intervention a été particulièrement bénéfique pour les plus grandes entreprises sur lesquelles la banque est intervenue : leur activité

[100] Par exemple 35 % à 40 % aux premiers *closings* de fonds de fonds contre des taux inférieurs en moyenne depuis la création de la banque publique.

a été très affectée mais leurs fonds propres ont été préservés sous l'effet d'une intervention de Bpifrance de près de 3 Md€[101], ce qui a permis de consolider leur bilan.

Si l'action de Bpifrance sur le renforcement des capitaux propres des PME et TPE pendant cette période a été marginale, les petites entreprises ont pu, malgré des disparités entre secteurs, globalement préserver leur résultat d'exploitation, notamment grâce aux subventions du fonds de solidarité.

Seules les ETI dans lesquelles Bpifrance avait investi ont fortement souffert de la crise. Leurs résultats d'exploitations et leurs fonds propres ont chuté et elles ont souscrit une dette importante[102].

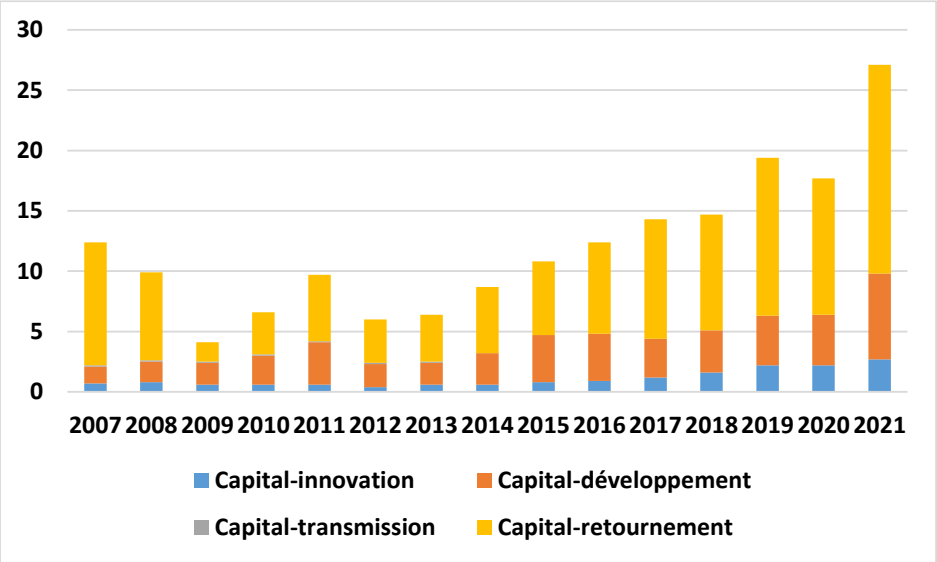
5.3 Un effet de levier sur l'essor du capital-investissement

L'effet positif de l'intervention de Bpifrance, dix ans après sa création, se mesure aussi à l'aune de la structuration du marché du capital-investissement. En amorçage, le marché s'est renforcé, en particulier dans le numérique et dans la santé. Le segment du capital-croissance, c'est-à-dire des très grosses levées de fonds pour des jeunes entreprises innovantes en phase de croissance accélérée sur plusieurs marchés (*scale up*) s'est consolidé dans le cadre de l'initiative Tibi. Sur le secteur du capital-développement, il a beaucoup progressé : plusieurs fonds d'une taille significative se sont développés et l'écosystème français attire des fonds étrangers, notamment américains. Le nombre et le poids des acteurs du capital-développement a nettement augmenté à partir de 2015, les fonds levés sont de plus en plus importants grâce à de bonnes performances dégagées par les fonds précédents.

[101] 1,3 Md€ via les investissements réalisés auprès d'Arkema et d'Essilor Luxottica via le fonds LAC1 ; 1 Md€ de prises de participations directes notamment auprès de Wordline en février 2020 et 150 Md€ d'investissement pour le compte de l'État via le Fonds Ace Aéro Partenaire

[102] 5 Md€ de dettes sur un bilan 2019 de 21 Md€.

Graphique n° 11 : Évolution des investissements réalisés par des fonds français entre 2007 et 2021 (activité de financement, flux annuels, en Md€).



Notes de lecture :

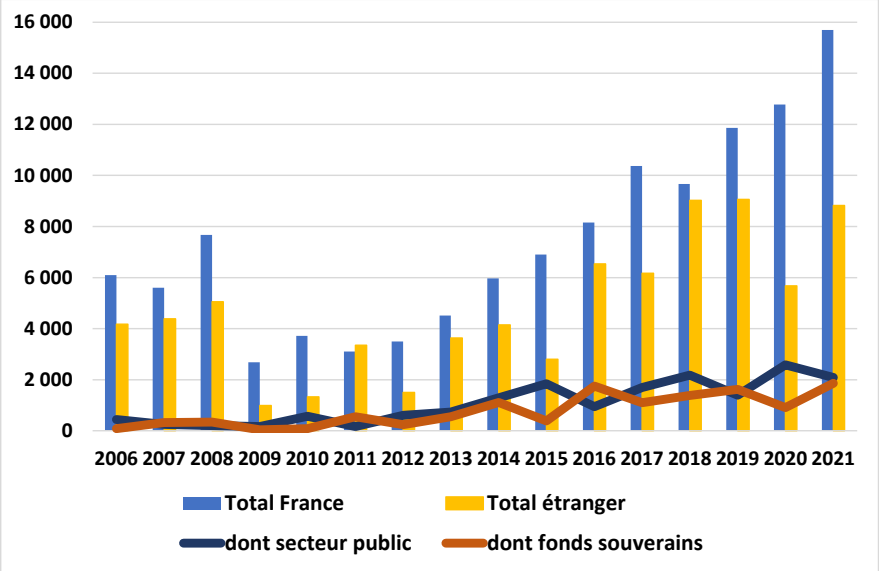
- *Les données de France Invest couvrent la quasi-totalité des fonds agréés en France*
- *Les opérations en « scale-up », qui se sont accrues sur les années récentes, sont classées en « capital-développement » dans les données de France Invest, utilisées pour le graphique*

Source : France Invest, traitement Cour des comptes

Enfin, bien que la nature de certains partenariats étrangers de Bpifrance puisse s'écarter de la doctrine initiale d'investissement, l'action de Bpifrance à l'international a eu un impact globalement positif et a permis d'attirer de nouveaux capitaux étrangers : depuis le début des années 2010, le poids des fonds souverains étrangers dans les souscriptions du secteur public a augmenté.

Graphique n° 12 : Montants souscrits en France par des souscripteurs français et étrangers (en million d'euros)

Sources : données France Invest, traitement Cour des comptes

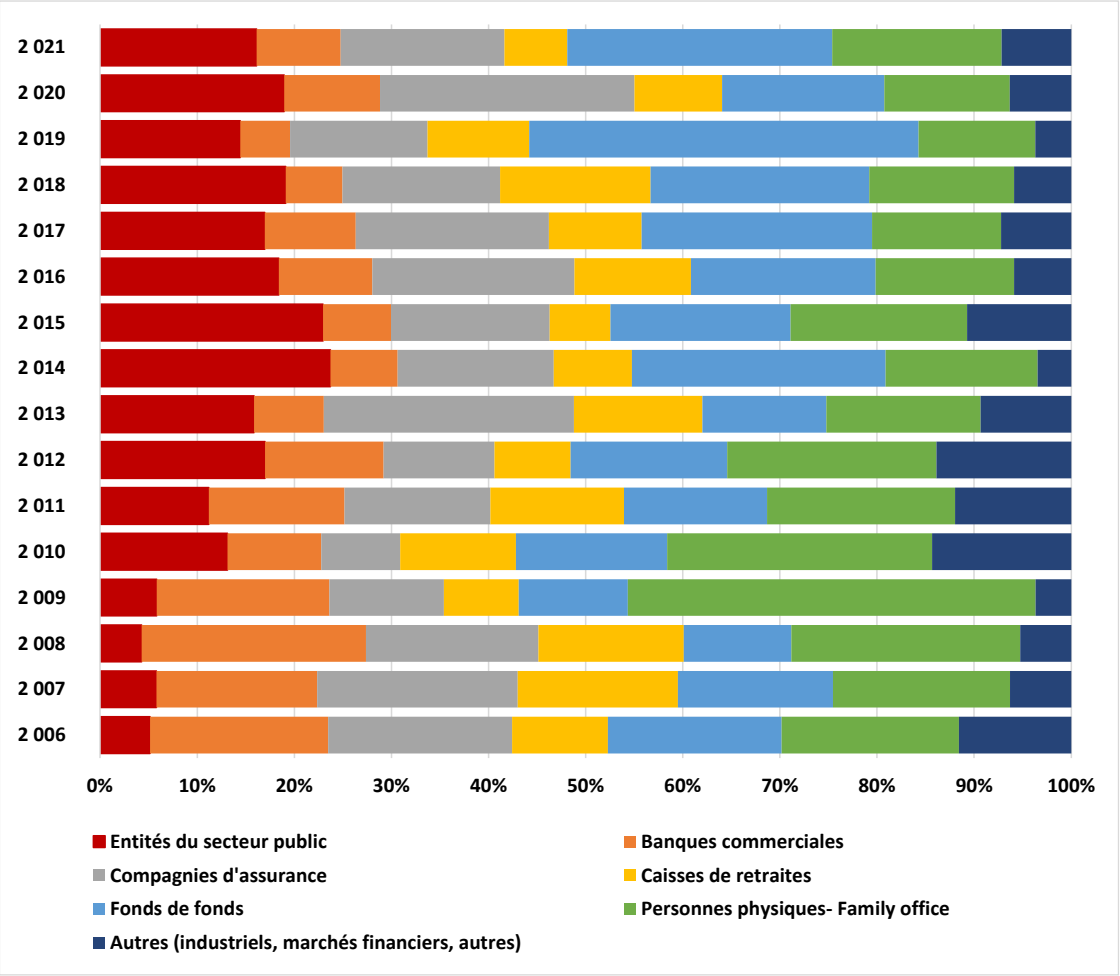


Note de lecture : les données de France Invest couvrent la quasi-totalité des fonds agréés en France, mais ne prennent pas en compte les financements perçus par les entreprises de la part d'investisseurs non agréés en France.

La banque publique laisse progressivement plus de place aux acteurs privés**.** L'intervention de Bpifrance a été particulièrement dense après sa création : le poids des entités du secteur public représentait ainsi le quart des levées de capitaux en 2014 et 2015. Ce pourcentage a légèrement décru, pour s'établir à environ 15 % en 2019 et 2021, avec en parallèle une montée en puissance des acteurs privés.

L'activité des fonds partenaires de Bpifrance a ainsi beaucoup augmenté, témoin de l'effet d'entraînement de la banque publique sur les autres souscripteurs. Les investissements des fonds partenaires en capital-investissement se sont élevés à 3,7 Md€ en 2021 contre 0,7 Md€ en 2014 et le nombre d'entreprises bénéficiaires a doublé (920 en 2021 contre 476 en 2014). Depuis 25 ans, sur le périmètre des 500 fonds partenaires non encore liquidés et gérés actuellement par 200 sociétés de gestion différentes, Bpifrance (CDC entreprises) a souscrit 9 Md€ et ces fonds ont levé au total 70 Md€.

Graphique n° 13 : Répartition des montants souscrits par type de souscripteurs sur le marché du capital-investissement

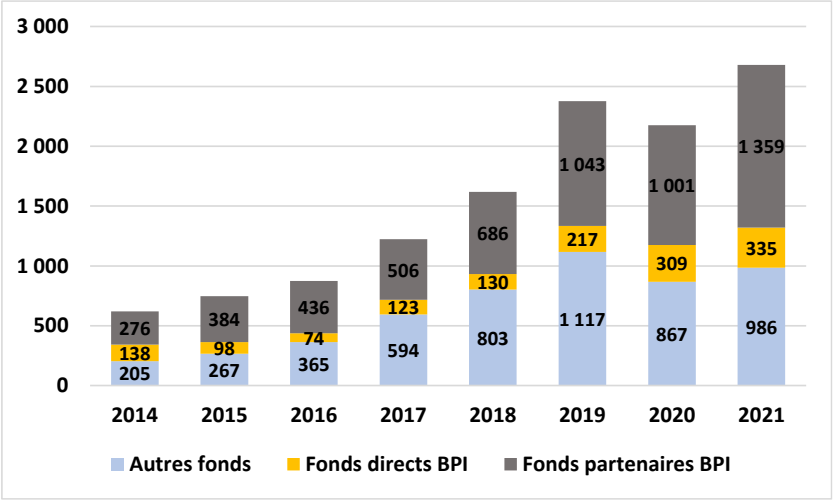


Note de lecture : les données de France Invest couvrent la quasi-totalité des fonds agréés en France, mais ne prennent pas en compte les financements perçus par les entreprises de la part d'investisseurs non agréés en France.

Source : France Invest, traitement Cour des comptes

L'évolution des levées sur le segment du capital-innovation illustre la structuration de l'écosystème : alors que les prises de participations directes par Bpifrance représentaient 22 % des levées en 2014 et 13 % en 2015, ce poids est tombé à 9 % juste avant la pandémie. En contrepartie, les fonds levés par les fonds partenaires de Bpifrance ont crû, passant de 33 % du total des levées en 2014 à 47 % en 2019 et traduisant le développement progressif du marché du capital-innovation en France.

Graphique n° 14 : Montant des capitaux investis par les fonds français de capital innovation, membres de l'association France Invest (en M€)



Note de lecture : les données de France Invest couvrent la quasi-totalité des fonds agréés en France, mais ne prennent pas en compte les financements perçus par les entreprises de la part d'investisseurs non agréés en France.

Source : France invest

Pour éviter de se substituer à l'action des acteurs privés, la banque publique s'est aussi efforcée de réduire le poids de ses souscriptions dans les levées de fonds.

Le taux d'emprise moyen de la banque dans les fonds partenaires, c'est-à-dire le poids moyen de sa souscription dans le total des capitaux levés via les fonds de fonds, s'établissait à la création de Bpifrance à environ 19 %[103]. Depuis 2016, ce taux s'est réduit, à 16 % alors qu'en valeur absolue Bpifrance a investi davantage. La présence de Bpifrance dans un *deal*, même de façon très minoritaire, permet de professionnaliser celui-ci, notamment lorsque les autres souscripteurs sont moins avertis sur les processus applicables en capital-investissement (fonds de retraite, assureurs…).

Pour les investissements directs, le poids de Bpifrance dans les tours de table est plus faible. En capital-développement, il s'établit à environ 5 % (mais à 14 % pour les tickets inférieurs à 2 M€). Le taux d'emprise sur le segment du capital-innovation a également diminué ces dernières années et avoisine désormais 6 %.

5.4 Une stabilisation de l'activité à opérer

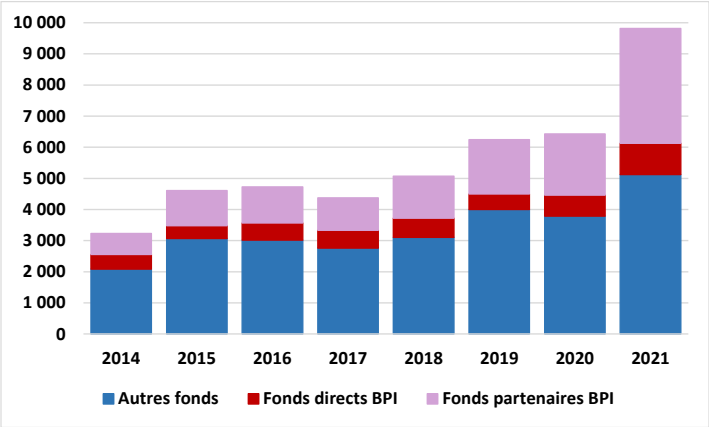
Le poids de la banque publique sur le marché français reste substantiel. La majorité des *deals* se fait avec la participation de Bpifrance et, depuis 2019, environ 45 % des entreprises bénéficiant d'un investissement de la part d'un fonds français en capital-innovation ou en capital-développement ont été financées directement ou indirectement par Bpifrance, selon les données de France Invest. Des estimations menées par la banque publique à partir d'autres

[103] dont 24 % sur l'innovation, 40 % pour l'amorçage, près de 28 % sur les fonds régionaux et environ 15 % sur le développement.

données[104] suggèrent que les montants injectés par Bpifrance et ses fonds partenaires représentent au minimum et en fonction des années entre 20 % et 40 % des montants levés par les start-ups françaises, avec un poids plutôt en repli sur la période 2012-2021.

Alors que le poids des investissements des fonds partenaires de Bpifrance s'est accru, la progression des investissements réalisés par les autres fonds, qui ne bénéficient pas d'aide de la part de la banque publique, est beaucoup plus modérée.

Graphique n° 15 : Évolution des investissements réalisés par des fonds français (en M€)



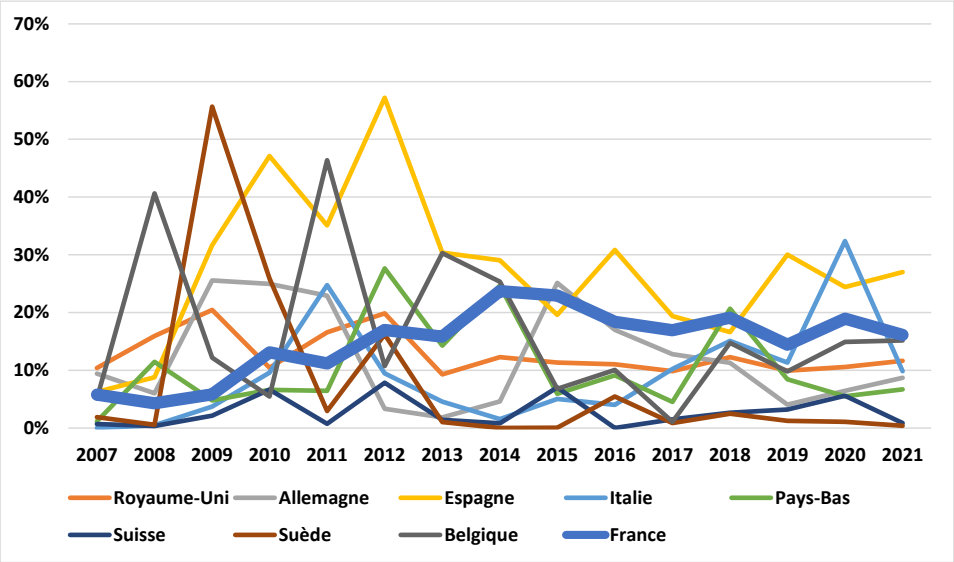
Note de lecture : les fonds directs de Bpifrance font référence aux fonds directement gérés par Bpifrance. Les fonds partenaires de Bpifrance sont les fonds dont Bpifrance est souscripteur, les levées correspondent aux levées totales de ces fonds (et non à la part « implicite » levée par Bpifrance au travers ces fonds partenaires). Champs : capital-innovation et capital-développement

Source : France Invest, traitement Cour des comptes

Les données disponibles, quoique fragiles, suggèrent enfin que la part de l'intervention publique en France se situe dans la moyenne haute des pays européens. Seules les entités publiques espagnoles, et ponctuellement italiennes en 2020, sont davantage présentes sur le marché du capital-investissement. Les souscriptions au Royaume-Uni sont essentiellement réalisées par des fonds de pension, tout comme en Suède et aux Pays-Bas où les personnes physiques et les *family offices* sont également très présentes. Une part importante des levées de fonds allemandes est réalisée par des industriels.

[104] Données Dealroom, qui intègrent par exemple les investissements réalisés par des fonds non agréés en France mais qui omettent une partie des petites opérations en régions sur lesquelles Bpifrance est très active.

Graphique n° 16 : Poids des entités publiques dans le total des levées de fonds



Note de lecture : une partie des montants souscrits ne sont pas catégorisés pour le Royaume-Uni et, dans une moindre mesure pour l'Allemagne, pour l'Allemagne, sans qu'il ne soit possible de savoir si ces montants absents relèvent de fonds privés ou publics et donc sans qu'il ne soit possible de savoir si le poids des entités publiques calculé pour ces deux pays est un minorant ou un majorant.

Sources : France Invest et Invest Europe, traitement Cour des comptes

Il est désormais nécessaire, sur certains segments où peu de défaillances de marché demeurent, de laisser une plus grande place aux acteurs privés. En 2021, le marché du capital-investissement français était d'ailleurs en pleine expansion : 27,1 Md€ ont été investis dans 2 342 entreprises françaises, soit une augmentation de 53 % par rapport à 2020 (et +41 % par rapport à 2019). Cette forte croissance s'explique par la vitalité, déjà constatée les années passées, des investissements de taille importante[105].

L'industrie du capital-investissement en France souffre de retard par rapport au marché anglais, qui a massivement profité avec 5 à 10 ans d'avance de l'action des fonds américains. Le volume de l'activité européenne est très modeste par rapport au marché américain. Sur le segment spécifique du capital-risque, le niveau des investissements en Europe s'était établi à 41 Md$ en 2020 contre 145 Md$ aux États-Unis et 57 Md$ en Chine : les start-ups américaines auraient ainsi levé 52 % du total des levées dans le monde[106]. Enfin, malgré leur hausse, les montants moyens des investissements français restent en général inférieurs à ce qui est pratiqué dans d'autres pays.

Ces fragilités justifient moins une hausse qu'une réallocation des moyens de la banque publique. Dans un contexte de croissance de la taille du marché du capital-investissement, les sommes investies dans les entreprises sont en effet inférieures aux levées de fonds, si bien que les fonds de capital-innovation et de capital-développement français ont accumulé plus de 20 Md€ de « trésorerie non dépensée » (« *dry powder* » ou « poudre sèche »)[107].

---

[105] Le positionnement de l'écosystème français évolue : de 3,5 M€ en 2015, le montant moyen d'un investissement est passé à 3,7 M€ en 2020, pour s'établir à 5,2 M€ en 2021

[106] « Levées de fonds et licornes : où en est la France ? », DG Trésor, 4 octobre 2021.

[107] Somme des écarts depuis 2011 entre les levées de fonds et les investissements réalisés par les fonds français sur les segments de capital-innovation et de capital-développement. Sur le segment du capital transmission, les levées sont structurellement inférieures aux investissements (à partir des données France Invest).

Alors que la *dry powder* avait manqué lors des crises de 2001 et de 2008, ces réserves sont mobilisables pour investir dans des start-ups prometteuses, racheter des entreprises dans un environnement concurrentiel et alimenter la croissance de secteurs stratégiques. Sous réserve que les sociétés de gestion, sous l'impulsion de la banque publique, ne gèlent pas leurs investissements, elles constituent une puissance active pour que le marché du capital-investissement puisse traverser les éventuelles périodes de turbulence à venir, sans intervention publique supplémentaire. Elles permettent de concentrer l'action de la banque publique à moyens constants, tout en évitant le risque de substitution et en incitant le secteur privé à prendre le relais

CONCLUSION INTERMÉDIAIRE

L'effet de levier de l'intervention de Bpifrance depuis sa création est indéniable. Les entreprises financées présentent une trajectoire de croissance dynamique, en particulier sur les secteurs les plus innovants. Ce dynamisme est en partie imputable à d'autres facteurs compte-tenu du bon état de santé général de ces secteurs sur la période 2009-2019 mais globalement l'apport de Bpifrance a été profitable sur le plan économique.

Pendant la pandémie, la banque a joué son rôle contracyclique, en particulier auprès des plus grandes entreprises qui ont pu contenir les effets de la crise sur leurs bilans en partie grâce à des injections en capital spécifiques de Bpifrance. Les PME et TPE qui avaient par le passé bénéficié d'un investissement de la banque publique ont également préservé leurs résultats mais sans doute davantage grâce aux subventions du fonds de solidarité, les interventions en fonds propres de Bpifrance étant demeurées marginales. Les ETI ont en revanche beaucoup souffert, dans un contexte de forte dégradation de leurs titres entraînant une chute de leurs fonds propres.

L'effet positif de l'action de la banque s'apprécie aussi au regard de la croissance du marché du capital-investissement, qui s'est nettement accélérée depuis la création de Bpifrance. Le marché s'est structuré, avec une diminution progressive du poids de l'intervention publique, mais une activité en progression des fonds partenaires, témoignant d'un réel effet d'entraînement. Les investissements des fonds partenaires ont crû de 1 Md€ en 2014 à 3,8 Md€ en 2021 Le nombre d'entreprises bénéficiaires a doublé (496 en 2014 et 920 en 2021). En plus d'entraîner les investisseurs français, l'action de Bpifrance permet d'attirer des capitaux étrangers, comme en témoigne l'importance croissante des fonds souverains étrangers dans les souscriptions du secteur public.

Il existe désormais un risque de substitution aux investisseurs privés, et ce malgré les efforts de Bpifrance pour réduire son emprise dans les levées de fonds. La progression des investissements réalisés par les fonds partenaires est bien plus forte que la croissance de l'activité des fonds non partenaire. La majorité des « deals » se fait avec la participation de Bpifrance. Depuis 2019, environ 45 % des entreprises ayant fait l'objet d'un investissement en capital-innovation ou en capital-développement ont reçu un financement public. La part de l'intervention publique en France se situe dans la moyenne haute des pays européens, en particulier sur la période la plus récente.

Une nouvelle croissance de l'intervention de la banque publique n'apparaît pas justifiée. Les fonds de capital-innovation et de capital-développement français ont en effet accumulé plus de 20 Md€ de « trésorerie non dépensée » (« dry powder »). Ils constituent une

puissance active pour que le marché du capital-investissement puisse traverser une éventuelle période de turbulence, sans intervention publique supplémentaire. Cela justifie de recentrer l'intervention de la banque publique et de concentrer son action pour éviter tout risque de substitution.

ANNEXES

Annexe n° 1. Les différents stades de développement des entreprises 95
Annexe n° 2. L'intervention publique dans l'industrie du capital-risque : comparaisons internationales.....97
Annexe n° 3. Fonds *small cap*.....100
Annexe n° 4. Fonds Innovations 102
Annexe n° 5. Fonds *Mid & Large Cap* 105
Annexe n° 6. Fonds de fonds 107

Annexe n° 1. Les différents stades de développement des entreprises

Le premier stade de développement du projet, dit incubation (ou *pre-seed*), consiste pour les créateurs à construire un produit minimum viable en recourant à un financement par les proches (*love money*) ou par les différents dispositifs publics ou privés tels que les prêts d'honneur, les concours, les incubateurs ou accélérateurs. Le ticket est généralement compris entre 20 et 500 k€.

Peu après sa création, l'entreprise, qui ne génère pas encore de revenu, peut faire appel à un fonds d'amorçage (ou *seed*), afin de financer l'activité préalable à la production proprement dite : recherche et développement, études de marché, fabrication de prototypes, dépôt de brevet, frais d'expertises financière et juridique, fabrication des premières séries etc. Ce segment de marché est plus compliqué que les autres, avec des écarts-types de performance importants[108].

Les acteurs de l'amorçage peuvent être des fonds d'investissement privés (*business angels*, banques ou incubateurs) ou publics, notamment via les régions, pour des tickets compris entre 300 000 et 3 M€. Le fonds national d'amorçage (FNA), fonds de fonds géré par Bpifrance dans le cadre du Programme d'investissements d'avenir (PIA) relève par exemple de ce segment.

L'entreprise qui commence à générer des revenus atteint le stade dit « **série A** » **(ou *round A*).** Elle doit se structurer davantage, et le marché qu'elle tente de pénétrer ou de créer se précise. Pour développer commercialement son activité ou diversifier son offre, elle procède à une levée de fonds auprès d'entreprise de **capital risque (*venture capital*)**, pour des montants de 1 à 5 M€. Au fur et à mesure de sa croissance, l'entreprise élargie son capital par de nouvelles levées de fonds (série B, C et D)

Les trois premiers segments (*pre-seed, seed* et Série A, voire série B) sont désignés communément comme relevant du capital innovation ou « ***early stage*** », dans la mesure où ils concernent les start-ups à leurs débuts. Les montants indiqués sont indicatifs et varient suivant les secteurs et les références. De même, les différents segments peuvent se chevaucher, l'enjeu essentiel étant que le chaînage entre les différents stades de développement de l'entreprise puisse s'opérer sans rupture, jusqu'à l'étape ultime de l'introduction en bourse (IPO, Initial Public Offering*)* – qui n'est cependant pas incontournable, de grandes entreprises peuvent réussir leur développement en demeurant non-cotées.

Pour passer du stade de start-up à celui d'ETI, et financer son changement d'échelle rapidement et, le plus souvent, à l'international, l'entreprise se tourne vers des financeurs en fonds propres spécialistes du stade avancé, ou « ***late stage*** ». L'entreprise a déjà trouvé un marché pour son produit mais son activité n'est pas encore stabilisée : elle cherche encore à croître, au détriment de sa rentabilité immédiate et continue donc de présenter encore un risque important. Les acteurs de ce segment dit « **capital-développement** » sont moins nombreux, pour des tours de tables qui peuvent atteindre 50 M€. Les principaux enjeux pour ce segment sont concentrés sur l'accompagnement des PME et sur la décarbonation de leur activité.

A ces deux premiers segments du capital-investissement, qui correspondent aux premières étapes de développement de l'entreprise depuis sa création s'ajoutent deux autres segments, relatifs à un moment particulier du cycle de vie de l'entreprise entrée dans sa phase de maturité.

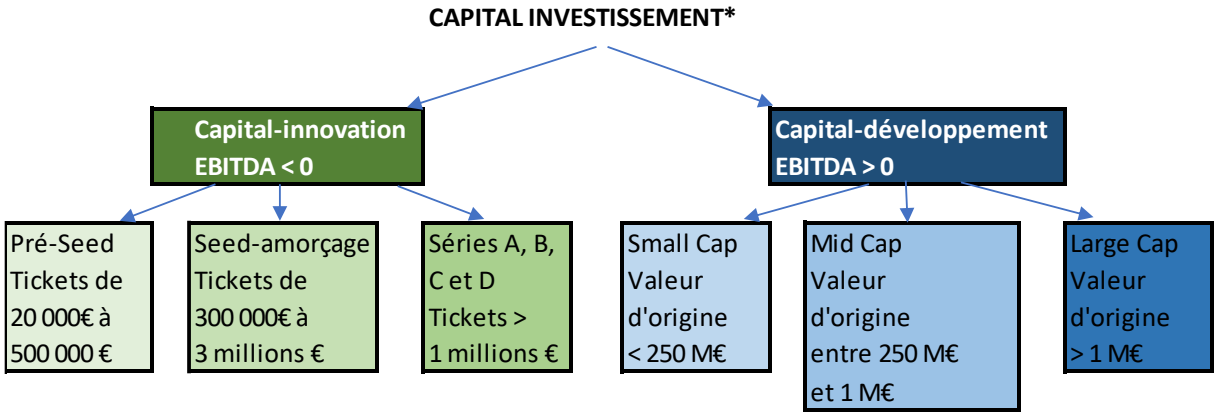
Le capital-transmission tout d'abord, se caractérise par le rachat, total ou partiel, des titres de la société, sans accroissement de son capital. Les nouveaux actionnaires apportent à l'entreprise un savoir-faire en matière de développement stratégique, lui permettant de se développer sur de nouveaux marchés ou de réaliser des partenariats industriels par exemple. Dans la mesure où l'entreprise, mature, dégage des flux de trésoreries stables, les opérations de capital-transmission sont souvent financées dans le cadre de *leverage buy-out (LBO).* Dans ce cas, le repreneur, en général un fonds de capital-

[108] Compris entre 0 et 30 contre 1,5 et 3 par exemple pour le capital-développement.

investissement, crée une holding avec un minimum de fonds propres. Cette holding recourt à l'emprunt auprès d'une banque ou à l'émission d'obligations afin de financer le rachat de la société cible (effet de levier). Les dividendes versés par la société à la holding permettront de rembourser l'emprunt. Au bout de quelques années, la société cible est soit revendue, soit introduite en bourse, générant, si tout se passe bien, une plus-value pour l'actionnaire.

Le **capital-retournement**, d'autre part, s'adresse aux entreprises dont la performance est jugée inférieure à son potentiel ou celles dont la situation financière est dégradée. Des fonds spécialisés dans ce type d'opérations interviennent afin, dans un premier temps, de revoir la structure de coût – ce qui s'accompagne, dans de nombreux cas, de plans de sauvegarde de l'emplois – et surtout, dans un second temps, de relancer la croissance de l'entreprise, notamment en réinvestissant dans l'innovation grâce à l'apport en fonds propres ainsi réalisé. Le capital-retournement présente donc à la fois un caractère défensif orienté vers le maintien de l'outil de production et des emplois, mais également un caractère offensif, dans une perspective de développement de l'activité : il est particulièrement compliqué compte-tenu du profil de risque et du savoir requis pour les équipes de gestion avec un potentiel de sinistres important dans le portefeuille. Les *partners* des sociétés de gestion sont susceptibles de prendre des mandats dans des entreprises ce qui peut être source de tensions.

Graphique n° 17 : Les différents segments



** hors transmission*

Sources : Cour des comptes

Annexe n° 2. L'intervention publique dans l'industrie du capital-risque : comparaisons internationales

Aux États-Unis, des leviers fiscaux et règlementaires pour faciliter le financement des start-ups

Deux leviers ont été moteurs dans le développement du capital-investissement aux États-Unis.

Tout d'abord, le *Small Business Investment Act* a autorisé dès 1958 la création de *Small Business Investment Companies* (SBICs), forme juridique qui permet d'avoir accès à des financements publics allant jusqu'au quadruple des sommes investies dans les petites entreprises non cotées. Cette activité, qui constitue la principale activité publique en fonds de fonds du pays, s'appuie sur l'action de la *Small Business Administration* (SBA) et les SBICs interviennent en dette auprès des fonds de capital-risque sélectionnés, pour un montant de l'ordre de 4 Md€ chaque année. Elle se concentre principalement sur l'early stage et l'activité d'investissement des SBICs représente de l'ordre de 6 Md€ annuels, à mettre en perspective avec les 150 Md€ investis au total en capital risque en 2020 dans le pays.

En plus de ce soutien gouvernemental dans la systématisation des levées de fonds, les flux de capitaux investis dans les fonds ont également été dopés dans les années 80 par la réduction de la taxation sur les gains en capitaux et le retrait de *l'Employee Retirement Income Security Act* qui empêchait les fonds de pension d'investir dans des fonds de capital-risque. Le marché du capital-investissement américain s'appuie largement sur les régimes de retraite publics et fonds de pension du secteur privé et se caractérise, par rapport à l'Europe, par un ciblage du financement dans les start-ups innovantes. Les gouvernements européens ont en effet plutôt cherché à soutenir en priorité la croissance des petites et moyennes entreprises industrielles existantes.

Dans d'autres pays, la création de fonds publics dédiés aux start-ups est plus tardive

Ce n'est qu'à partir des années 80 que naît l'industrie européenne de capital-investissement pour le développement des jeunes entreprises, avec par exemple la formation de *European Private equity and venture Capital Association* en 1983 (désormais Invest Europe).

Le développement des écosystèmes de capital-investissement s'appuie alors sur la création de fonds d'investissement publics ou parapublics à l'instar de Bpifrance (BNDES en 1952 au Brésil, Sitra en 1967 en Finlande, investissements directs en capital-risque de la KfW en Allemagne depuis 2005, CDB Capital en 2012 en Chine, Bpifrance en 2013 en France…).

En Israël, le soutien actif à la recherche et au développement

Israël, « Start-up Nation », constitue souvent l'un des modèles de référence en matière de capital-investissement. L'explosion du capital-risque sur le territoire au début des années 2000 s'explique par des efforts soutenus pour développer les centres de recherches et instituts d'éducation supérieure israéliens. Les aides gouvernementales à la recherche et au développement accordées par le ministère de l'industrie sont importantes, à travers les incubateurs qui perçoivent des subventions si les projets et le budget sont approuvés par le ministère de l'industrie selon une sélection rigoureuse. Pour éviter que l'effort important de R&D ne génère un déséquilibre entre la demande et l'offre de financement, Israël a cherché dès le début des années 90 à attirer les capitaux privés, ce qui explique notamment la mise en place du programme YOZMA en 1993 par le Gouvernement israélien pour investir conjointement avec des investisseurs étrangers, via des fonds de fonds ou via des investissements directs dans les entreprises technologiques. L'investissement public a permis de multiplier par 60 le montant investi annuellement en capital risque, si bien que l'écosystème de capital risque est très performant et n'effectue plus d'investissement indirect depuis 1998. YOZMA poursuit cependant une activité d'investissement direct dans les startups technologiques israéliennes. L'implication d'institutions étrangères et d'une institution financière israélienne reconnue sont systématiques et conditionnent l'intervention du Gouvernement. Au début des années 2000, avec l'éclatement de la bulle internet, des mesures fiscales ont également été mises en place pour redynamiser l'approvisionnement en capitaux de la part des investisseurs internationaux (crédit d'impôt pour éviter une double imposition des gains pour les investisseurs étrangers) et les subventions pour la R&D ont été

accrues pour favoriser l'émergence de nouveaux projets technologiques : elles représentaient 4,9 % du PIB en 2019[109] Les entreprises israéliennes bénéficient en outre d'un accompagnement actif pour faire connaître leurs innovations sur les marchés internationaux. La mise en place d'une stratégie de développement et de gouvernance de projets scientifiques constitue donc dans la durée l'une des clés de la réussite de la Start-up nation.

Un autre élément fondamental de son succès, spécifique à Israël, est le caractère temporaire de l'intervention du Gouvernement, clairement affiché dès le démarrage du dispositif. D'une part, il est établi que l'État retire ses capitaux 7 ans après la création du fonds, voué à disparaître si son taux de rendement ne permet pas de retenir les capitaux privés. D'autre part, chaque fonds dispose d'une option d'achat de la participation du gouvernement, valable pour une période de 5 ans et au prix initial majoré de 5 % à 7 % d'intérêts annuels : les gestionnaires des fonds sont donc incités à dégager un taux de rendement maximal des fonds dont ils ont la charge pour s'affranchir de l'intervention gouvernementale à un coût modeste. Le retrait ferme du Gouvernement se justifie également par un objectif d'économie budgétaire, en limitant dans le temps les coûts de gestion à payer, élevés.

L'intervention limité du Gouvernement explique en partie pourquoi le capital-innovation israélien est essentiellement financé par des investisseurs institutionnels étrangers. Les principales perspectives de sortie sont donc l'introduction sur le NASDAQ américain ou la cession de l'entreprise à une grande société étrangère, et la « matière grise » israélienne stimule davantage le développement d'entreprises dont la valeur ajoutée est plutôt localisée à l'étranger. Pour inciter les investisseurs institutionnels israéliens à s'intéresser aux start-ups résidentes, le Gouvernement israélien a mis en place un système de double-cotation : une entreprise israélienne cotée sur un marché étranger peut se coter de manière quasi-automatique sur le Tel Aviv Stock Exchange. La double cotation ne concerne cependant que les entreprises déjà matures et les outils pour mobiliser les investisseurs israéliens en aval, lors de la croissance des entreprises, semblent manquer.

En Suède, l'accompagnement des entreprises jusqu'à l'introduction en bourse

La Suède, en très bonne position dans les classements européens et mondiaux de l'innovation[110], est également souvent un pays cité en référence en matière de capital-investissement.

Comme en Israël, les efforts des pouvoirs publics pour soutenir la recherche et le développement sont importants : les dépenses de R&D représentaient 3,4 % du PIB en 2019 (contre 2,2 % en France) et sont financées pour près des trois-quarts par le secteur privé. Le gouvernement suédois a en effet mis en place des avantages fiscaux pour les fondations privées et les entreprises qui financent des activités de R&D et des projets innovants. Le crédit d'impôt recherche accordé aux entreprises en 2014 et renforcé en 2021 est avantageux[111], mais son coût est inférieur au crédit d'impôt recherche français (0,3 % du PIB en 2019 contre 0,013 % en Suède). L'action de l'État se focalise aussi sur la mise en place de conditions-cadres favorables à l'innovation, en ayant donné accès très tôt aux outils numériques à la grande majorité de la population. La « réforme de l'ordinateur portable à domicile » en 1997, consistant en un allègement fiscal accordé aux entreprises qui mettaient à disposition de leurs salariés un ordinateur personnel, a ainsi permis à un quart des foyers de s'équiper d'un ordinateur. Aujourd'hui, les trois-quarts de la population ont des compétences numériques de base et la moitié des compétences plus avancées (contre 56 % et 31 % dans l'Union européenne[112]).

L'innovation en Suède est également portée par un marché de capital-investissement dynamique, soutenu par l'action de grandes sphères familiales suédoises et des fondateurs des premières

---

[109] Source OCDE

[110] En 2021, 1ère place au sein de l'UE selon le classement sur l'innovation de la Commission et en 2ème position dans le classement international de l'OMPI.

[111] Il représente près de 20 % des cotisations patronales du personnel travaillant dans la R&D à des fins purement commerciales.

[112][112] Digital Economy and Society Index 2021.

licornes suédoises (Spotify par exemple). Plusieurs acteurs publics (Agence pour l'innovation, entreprises d'État Almi et Saminvest, fonds Industrifonden, Agence pour la croissance économique et régionale) dont l'État procède à ce jour à la rationalisation des interventions, visent à aider les start-ups à franchir l'étape de « vallée de la mort », lorsqu'elles ne sont pas encore rentables mais cherchent à lever de nouveau des capitaux. L'organisation de fonds de fonds, Saminvest appartient à l'État et investit pari passu avec des investisseurs privés dans des fonds de capital-risque suédois (100 M€ en 2021), en sélectionnant le top 25 % des fonds, du seed jusqu'au growth. Les pouvoirs publics facilitent également la coordination entre les instituts de recherche, les universités et les entreprises susceptibles de financer l'innovation : des subventions sont ainsi conditionnées à la formation de groupes mixtes, publics et privés, la création de plateforme de collaboration sectorielle est encouragée et certaines universités disposent de leur propre holding ou incubateur.

Enfin, la Suède est un pays de référence s'agissant des introductions en bourse (IPO) : plus de 950 entreprises sont cotées sur les marchés suédois soit le nombre le plus élevé d'Europe et les trois-quarts des introductions en bourse comptaient au moins un investisseur pilier en 2019[113]

Une activité qui monte en puissance en Allemagne :

KfW[114] et le Fonds Européen d'Investissement se partagent la gestion des ressources consacrées par l'Etat allemand (Ministère de l'Economie – BMWK) aux investissements en fonds de fonds à travers deux programmes : ERP (reliquats du Plan Marshall : 4,2Mds€ sous gestion au FEI[115]) et « Future Fund » (un équivalent du PIA) qui commence à être déployé, en partie en fonds de fonds ; KfW investit également sur ses ressources propres (1,3Mds€ d'actifs sous gestion, en partie souscrits dans des fonds de VC). Le montant global investi annuellement est jusqu'à présent de l'ordre de 500m€, principalement en VC, en Allemagne et dans des fonds cross-border établis dans d'autres pays européens ; KfW indique viser 400m€ d'investissement annuels en fonds de fonds VC, sur ressources propres ; le montant total d'investissement public en fonds de fonds devrait donc augmenter.

[113] Source : rapport Tibi, juillet 2019.
[114] https://kfw-capital.de/en/
[115] https://www.eif.org/what_we_do/resources/erp/index.htm

Annexe n° 3. Fonds *small cap*

Nom du fonds	Secteur	Souscripteurs	Taille	Souscriptions	Date de constitution	Durée de vie (année)	Stade de vie du Fonds
FRANCE INVESTISSEMENT REGIONS 1	Régions	Compte propre	380	379,5	20/04/2012	25	Pré-liquidation
FRANCE INVESTISSEMENT REGIONS 2	Régions	Compte propre	100	64,2	20/04/2012	25	Pré-liquidation
FRANCE INVESTISSEMENT REGIONS 3	Régions	Compte propre	40	20,9	22/04/2014	13	Pré-liquidation
FRANCE INVESTISSEMENT REGIONS 4	Régions	Compte propre	150	137,3	17/05/2010	14	Pré-liquidation
FONDS DE FONDS FRANCE RELANCE ETAT-REGIONS	Régions	Tiers	250	22	10/09/2021	20	Investissement
FONDS BOIS ET ECO-MATÉRIAUX	Filière	Compte propre +Tiers	79	11,5	10/12/2020	15	Investissement
FONDS BOIS 2	Filière	Compte propre +Tiers	24	17	24/10/2014	12	Pré-liquidation
FONDS STRATEGIQUE BOIS	Filière	Compte propre +Tiers	20	14,9	13/11/2009	16	Pré-liquidation
FRANCE INVESTISSEMENT TOURISME	Tourisme et loisir	Compte propre	100	90,9	06/11/2015	12	Pré-liquidation
FRANCE INVESTISSEMENT TOURISME 2	Tourisme et loisir	Compte propre +Tiers	187	1073	12/08/2020	12	Investissement

Nom du fonds	Secteur	Souscripteurs	Taille	Souscriptions	Date de constitution	Durée de vie (année)	Stade de vie du Fonds
FONDS AVENIR SOUTIEN TOURISME	Tourisme et loisir	Compte propre +Tiers	(activité opérée par le réseau bancaire)		18/12/2020	12	Investissement
DEFINVEST	Innovation transverse	Tiers	25	19,7	06/06/2018	18	Investissement
FONDS DE RENFORCEMENT DES PME	Régions	Compte propre +PIA	94	6,6	22/07/2020	12	Investissement

Annexe n° 4. Fonds Innovations

Nom du fonds	Secteur	Souscripteurs	Taille	Souscriptions	Date de constitution	Durée de vie (année)	Stade de vie du Fonds
AMBITION AMORCAGE ANGELS	Digital venture	PIA	500	31,3	22/02/2016	12	Pré-liquidation
FONDS FRENCH TECH ACCELERATION	French tech	PIA	80	36,7	28/12/2015	12	Désinvestissement
FRENCH TECH ACCELERATION 2	French tech	PIA	25	-	21/06/2021	12	Investissement
FONDS PSIM	Innovation transverse	PIA	270	123,6	09/06/2017	12	Investissement
FRENCH TECH SEED	Innovation transverse	PIA	150	86,5	19/03/2019	14	Investissement
FONDS SPI - SOCIETES DE PROJETS INDUSTRIELS	Projets industriels	PIA	700	559	12/02/2015	12	Investissement
FONDS BEI - SOCIETES DE PROJETS INDUSTRIELS	Projets industriels	Compte propre +Tiers	33	30,5	12/08/2016	11	Désinvestissement
BPIFRANCE INNOVATION I -	Large venture	Compte propre	750	137,4	06/10/2020	20	Investissement

Nom du fonds	Secteur	Souscripteurs	Taille	Souscriptions	Date de constitution	Durée de vie (année)	Stade de vie du Fonds
COMPARTIMENT LARGE VENTURE 2							
FONDS ECOTECHNOLOGIES	Ecotechnologies	PIA	225	160	28/06/2012	15	Désinvestissement
FONDS VILLE DE DEMAIN	Ecotechnologies	PIA	50	25,3	28/10/2015	12	Désinvestissement
FONDS FSN PME-AMBITION NUMERIQUE	Digital venture	Compte propre	300	239,5	02/12/2011	12	Pré-liquidation
FONDS INNOVATION DEFENSE	Innovation transverse	Tiers	100	11	21/12/2021	15	Investissement
FONDS FSFE	Industries créatives	Compte propre	20	9,5	07/06/2013	15	Pré-liquidation
FONDS ICC / TECH & TOUCH	Industries créatives	Compte propre	100	9,9	24/04/2020	16	Investissement
FONDS PATRIMOINE ET CREATION 2	Industries créatives	Compte propre	45	29,6	25/11/2010	12	Pré-liquidation
MODE ET FINANCE 2	Industries créatives	Compte propre	18	7,8	17/12/2014	15	Pré-liquidation
FONDS INNOBIO	Sciences de la vie	Compte propre +Tiers	173	180,8	17/11/2009	11	Désinvestissement

Nom du fonds	Secteur	Souscripteurs	Taille	Souscriptions	Date de constitution	Durée de vie (année)	Stade de vie du Fonds
INNOBIO 2	Sciences de la vie	Compte propre +Tiers	141	32,6	20/12/2018	10	Investissement
FONDS BIOTHERAPIES INNOVANTES ET MALADIES RARES	Sciences de la vie	PIA +Tiers	50	31	16/05/2013	12	Désinvestissement
FONDS PATIENT AUTONOME	Patient autonome	Compte propre +Tiers	96	18,2	04/08/2021	10	Investissement
DEFINVEST	Innovation transverse	Tiers	25	19,7	06/06/2018	18	Investissement
BIOAM	Sciences de la vie	Compte propre +Tiers	44	31,4	10/07/2000	10	Liquidation
BIOAM IB COMPARTIMENT I	Sciences de la vie	Compte propre +Tiers	7	7,2	28/02/2004	7	Liquidation
BIOAM IB COMPARTIMENT II	Sciences de la vie	Compte propre +Tiers	5	3,8	09/02/2007	10	Liquidation
BPIFRANCE INNOVATION I - COMPARTIMENT VENTURE		Compte propre			25/03/2019	20	Investissement

Annexe n° 5. Fonds *Mid & Large Cap*

Nom du fonds	Secteur	Souscripteurs	Taille	Souscriptions	Date de constitution	Durée de vie (année)	Stade de vie du Fonds
FRANCE INVESTISSEMENT CROISSANCE	Mid Cap	Compte propre	180	166,7	05/06/2007	8	Liquidation
FRANCE INVESTISSEMENT CROISSANCE 2	Mid Cap	Compte propre	180	134,3	22/12/2010	10	Pré-liquidation
FRANCE INVESTISSEMENT CROISSANCE 3	Mid Cap	Compte propre	146	140,3	05/05/2010	12	Liquidation
FRANCE INVESTISSEMENT CROISSANCE 4	Mid Cap	Compte propre	130	108,6	14/05/2014	15	Liquidation
FRANCE INVESTISSEMENT CROISSANCE 5	Mid Cap	Compte propre	195	166,6	15/01/2015	10	Désinvestissement
BPIFRANCE MEZZANINE I		Compte propre			29/05/2018	25	Investissement
BPIFRANCE DETTE PRIVEE II	Mid Cap	Compte propre	200	135,5	10/01/2020	15	Investissement
FONDS D'AVENIR AUTOMOBILE	FAA	Compte propre +Tiers	500	398,7	25/03/2009	17	Désinvestissement

Nom du fonds	Secteur	Souscripteurs	Taille	Souscriptions	Date de constitution	Durée de vie (année)	Stade de vie du Fonds
FONDS D'AVENIR AUTOMOBILE RANG 2	FAA	Compte propre +Tiers	50	26,9	19/02/2010	11	Liquidation
FONDS D'AVENIR AUTOMOBILE 2	FAA	Compte propre +Tiers	264	20,5	05/02/2021	15	Investissement
FONDS ETI 2020	Large Cap	Compte propre	3000	1819,7	13/03/2014	99	Investissement
FONDS ETI 22	Large Cap	Compte propre	540	471,3	16/08/2021	10	Désinvestissement
FIC DETTE PRIVÉE	Mid Cap	Compte propre	140	148,5	05/01/2017	9	Désinvestissement
LAC I SLP	LAC	Compte propre +Tiers	3269	1588,1	27/03/2020	10	Investissement

Annexe n° 6. Fonds de fonds

Nom du fonds	Souscripteurs	Taille	Souscriptions	Date de constitution	Durée de vie (année)	Stade de vie du Fonds
FONDS DE FONDS FRANCE RELANCE ETAT-REGIONS	Tiers	250	22	10/09/2021	20	Investissement
FONDS NATIONAL D'AMORCAGE	PIA	580	566,5	01/07/2011	20	Désinvestissement
FONDS NATIONAL D'AMORÇAGE N°2	PIA	350	228,1	29/06/2018	20	Investissement
FONDS DE FONDS MULTICAP CROISSANCE	PIA	650	613,1	16/05/2014	18	Désinvestissement
MULTICAP CROISSANCE N°3	PIA			06/07/2018	18	Désinvestissement
FONDS DE FONDS - QUARTIERS PRIORITAIRES	PIA	50	42,5	21/12/2016	14	Désinvestissement
FONDS DE FONDS EDTECH	PIA	10	9,5	27/12/2016	16	Investissement
FONDS FRANCE INVESTISSEMENT – A	Compte propre	300	300,5	13/04/2007	15	Pré-liquidation
FONDS FRANCE INVESTISSEMENT – B	Compte propre	224	183,4	13/04/2007	99	Pré-liquidation
FONDS FRANCE INVESTISSEMENT II	Compte propre	632	551,6	05/05/2010	20	Pré-liquidation
FONDS FSI FRANCE INVESTISSEMENT III	Compte propre	1450	1325	02/04/2012	20	Pré-liquidation

Nom du fonds	Souscripteurs	Taille	Souscriptions	Date de constitution	Durée de vie (année)	Stade de vie du Fonds
FONDS FRANCE INVESTISSEMENT IV	Compte propre	2320	2124,2	28/10/2015	20	Désinvestissement
FONDS FRANCE INVESTISSEMENT V	Compte propre	2500	1946,7	26/09/2019	20	Investissement
FONDS FFI3+	Tiers	121	113	20/12/2013	14	Désinvestissement
FONDS DE FONDS GROWTH	Tiers	405	216,9	21/01/2020	15	Investissement
AVERROES AFRICA	Compte propre +Tiers	55	2,5	15/06/2021	10	Investissement
AVERROES FINANCE II	Compte propre +Tiers	30	28	13/11/2009	10	Désinvestissement
AVERROES FINANCE III	Compte propre +Tiers	75	47,6	21/04/2015	10	Désinvestissement
BPIFRANCE ENTREPRISES 1	Tiers	95	77,8	10/09/2020	6	Désinvestissement
BPIFRANCE ENTREPRISES 2	Tiers	1	4,6	28/12/2021	6	Désinvestissement
BPIFRANCE HEXAGONE 1 FPCI	Tiers	83	77,8	31/08/2020	6	Désinvestissement
BPIFRANCE HEXAGONE 2 FPCI	Tiers	105	4,6	27/12/2021	5	Désinvestissement
FONDS ACCELERATION BIOTECH SANTE (FABS)	PIA	100	37,9	05/07/2016	18	Investissement
FONDS DE FONDS DE RETOURNEMENT	PIA	81	38,4	08/04/2016	21	Investissement

Nom du fonds	Souscripteurs	Taille	Souscriptions	Date de constitution	Durée de vie (année)	Stade de vie du Fonds
FONDS DE FONDS DIGITAL	Compte propre +Tiers	139	121,6	08/06/2017	15	Désinvestissement
FONDS DE FONDS TECHNOLOGIQUE 3	Compte propre +Tiers	150	136,1	30/06/2005	10	Pré-liquidation
FONDS DE PROMOTION POUR LE CAPITAL RISQUE 2000	Compte propre +Tiers	87,4	87,4	12/04/2001	10	Liquidation
FONDS POUR LE CAPITAL INVESTISSEMENT REGIONAL	Compte propre +Tiers	70	58,9	31/10/2002	10	Liquidation
FPMEI	Compte propre	901	653,8	11/08/2006	99	Désinvestissement