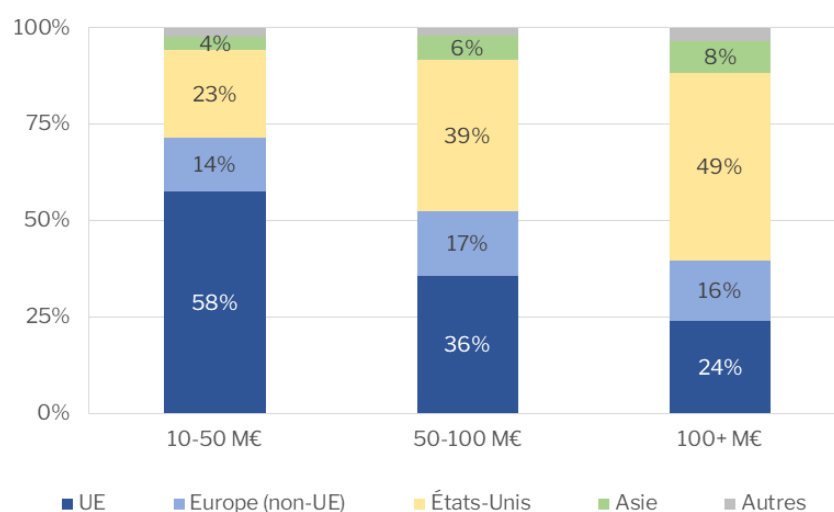


Les enjeux d'un renforcement du financement européen des start-ups

Par Boris Julien-Vauzelle, Camille Jehle, [Jean-Baptiste Gossé](#)

En 2021 et au 1^{er} semestre 2022, les start-ups européennes ont levé des montants records et 68 ont atteint le statut de « licorne ». Cette dynamique a jusqu'ici reposé sur l'intervention croissante d'investisseurs américains et asiatiques, en particulier pour les levées de fonds de grande ampleur, soulignant l'impératif pour l'Union Européenne (UE) de renforcer son propre secteur du capital-risque.

Graphique 1 : Origine des investisseurs selon le montant des levées de fonds des start-ups de l'UE27 (2016-2021)



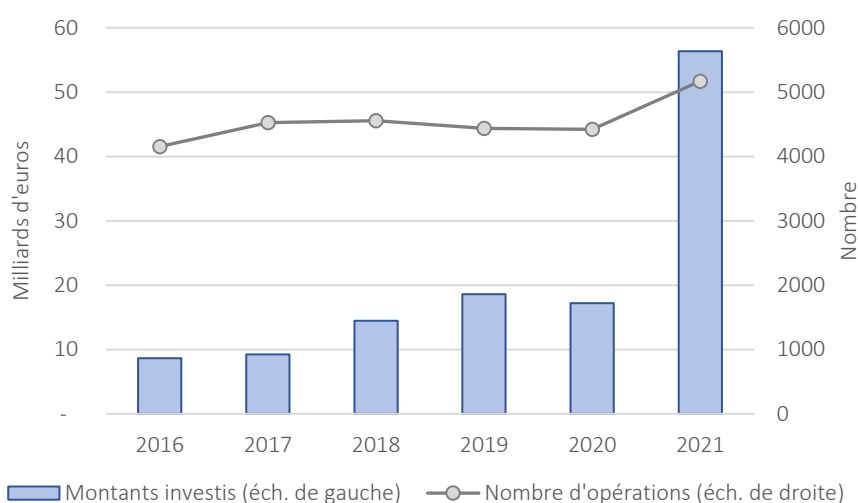
Source : calculs de la Banque de France, à partir de données Crunchbase (au 31/07/2022)

Note : les investisseurs considérés ici sont les investisseurs leads dont l'identité est connue (cf. définition ci-dessous)

Les start-ups européennes lèvent davantage de fonds, dans de meilleures conditions

En 2021, les investissements en capital-risque dans l'UE27 ont atteint 56 Mds€ (graphique 2), soit une hausse de 227% par rapport à 2020. Ce phénomène est mondial (+111% aux États-Unis, +132% au Royaume-Uni), mais on observe un effet de rattrapage de l'UE, dont le retard était marqué pour les levées de fonds de grande ampleur (131 levées supérieures à 100 M€ en 2021, contre une moyenne de 14 par an entre 2016 et 2020). Illustration de ce rattrapage, 68 start-ups de l'UE27 sont devenues des « licornes » en 2021 et au 1^{er} semestre 2022, en dépassant 1 Md\$ de valorisation, alors que l'UE27 n'avait produit que 29 licornes au cours des dix années précédentes (calculs BDF à partir de données CB Insights).

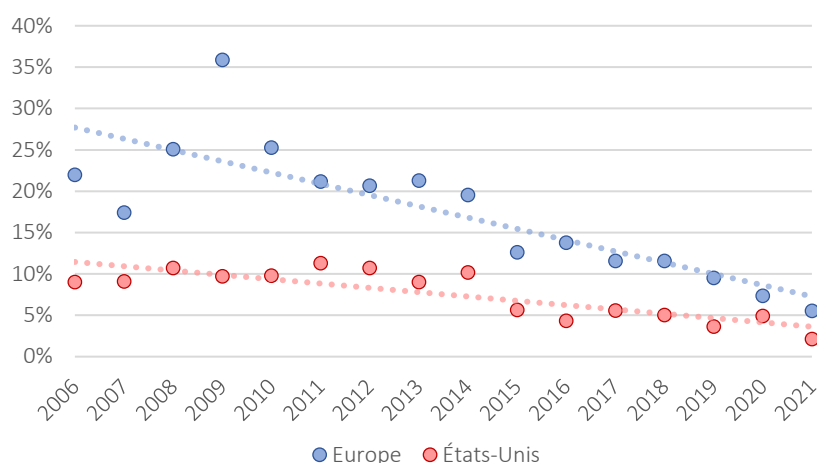
Graphique 2 : Total des montants investis en capital-risque dans des start-ups de l'UE27



Source : calculs de la Banque de France, à partir de données Crunchbase (au 31/07/2022)

Parallèlement, les conditions de financement se sont améliorées pour les start-ups européennes et rapprochées de celles observées aux États-Unis (graphique 3). Cela s'est traduit par des valorisations en hausse des start-ups : pour obtenir 1 M€ de fonds propres, l'entreprise concède aux investisseurs une part plus faible de son capital, ce qui permet notamment une moindre dilution des fondateurs. Dans le même mouvement, le montant moyen des opérations a fortement augmenté, passant de 2 M€ en 2016 à 4 M€ en 2019 puis 11 M€ en 2021.

Graphique 3 : Évolution de la part de capital acquise pour 1 million d'euros investi



Source : calculs de la Banque de France, à partir de données Pitchbook

Note : Europe inclut ici 44 pays dont UE27, Royaume-Uni, Suisse, Russie et Norvège.

Cette dynamique est soutenue par l'intervention croissante d'investisseurs extra-européens

L'amélioration des conditions d'accès aux capitaux des start-ups européennes repose en partie sur la hausse de l'apport en capital d'investisseurs extra-UE27 (graphique 1), en particulier pour les levées de grande ampleur. Plus le montant de l'opération est important, plus les fonds américains et asiatiques sont présents parmi les investisseurs principaux (« *leads* ») – c'est-à-dire ceux qui mènent l'opération, en définissent les paramètres majeurs, et investissent généralement le montant le plus important. Sur la période 2016-2021, 42% des investisseurs *leads* sont d'origine extra-UE pour les levées entre 10 et 50 M€, 64% pour les levées entre 50 et 100 M€ et 76% pour les levées supérieures à 100 M€.

Cette dynamique se renforce dans le temps. En 2017, les investisseurs UE représentaient encore 54% des investisseurs *leads* pour l'ensemble des levées de plus de 10 M€ dans l'UE, contre 46% seulement en 2021. À l'inverse, la part des investisseurs *leads* américains est passée de 23% à 31%. Des différences notables existent entre les pays de l'UE qui comptent le plus d'opérations de capital-risque (tableau 1).

Tableau 1 : Part des investisseurs leads extra-UE27 dans les levées de fonds de start-ups européennes

Pays	10-50 M€	50-100 M€	>100 M€
Allemagne	54%	70%	81%
France	28%	54%	73%
Pays-Bas	36%	55%	67%
Suède	43%	50%	59%
Espagne	46%	67%	82%
UE27	42%	64%	76%

Source : calculs de la Banque de France, à partir de données Crunchbase (au 31/07/2022)

Note : Ces 5 pays représentent 75% des opérations de financement UE27 sur la période 2016-2021

Dans la phase accélérée de rattrapage que connaît l'UE, les fonds extra-européens – notamment américains ([Pitchbook](#), 2021) – recherchent dans l'UE des tailles de valorisation relativement moins élevées qu'aux États-Unis (34 M€ en moyenne en Europe entre 2016 et 2021 contre 130 M€ aux États-Unis). On remarque au demeurant, parmi ces investisseurs extra-UE, une participation croissante d'investisseurs non traditionnels (fonds souverains, *hedge funds*, *private equity funds*) aux levées de fonds des start-ups européennes.

Ces fonds viennent combler un manque de financements identifié de longue date pour les start-ups européennes en phase de croissance ([Ekeland et al.](#), 2016 ; [Duruflé et al.](#), 2017 ; [Tibi](#), 2019). Néanmoins, à la suite du mouvement de correction actuellement observé aux États-Unis, les flux de capitaux extra-UE pourraient diminuer au 2nd semestre 2022.

Dépasser les limites du capital-risque européen

Alors que l'UE dispose d'un excédent d'épargne significatif (capacité de financement moyenne de plus de 300 Mds€ par an sur les 5 dernières années), le manque de financements européens dans les phases de croissance des start-ups perdure. Cela tient tant aux caractéristiques des fonds d'investissement européens qu'à la structuration de l'épargne privée.

Les fonds de capital-risque européens ont une taille bien inférieure aux fonds de même type américains et asiatiques ou aux fonds non traditionnels. Ainsi, le plus important fonds de capital-risque créé en 2021 aux États-Unis était de 5,7 Mds€ (cf. [rapport](#) annuel de l'association américaine du capital-risque) contre 1,6 Md€ dans l'UE. La nécessaire diversification de leurs expositions limite ainsi la capacité des fonds européens à investir dans les opérations de grande ampleur.

Une raison régulièrement avancée pour expliquer ce retard européen est la moindre appétence des investisseurs institutionnels pour cette classe d'actifs ([Hafied et al.](#), 2021). Celle-ci repose sur plusieurs facteurs principaux. D'une part, les fonds de pension sont moins présents en Europe que dans d'autres pays où ils jouent un rôle important pour financer la croissance des start-ups. D'autre part, les règles prudentielles applicables aux

assureurs (Solvabilité 2) imposent une charge en capital élevée en cas de détention d'actions non cotées. Enfin, les ménages européens ont tendance à préférer des placements garantis du fait notamment d'une plus forte aversion au risque ([Bekhtiar et al.](#), 2019). Afin d'offrir ce type de produits d'épargne, les investisseurs institutionnels privilégient donc des placements liquides et sûrs, les détournant ainsi des investissements dans les start-ups.

Un impératif stratégique qui nécessite une meilleure mobilisation de l'épargne européenne

Le développement du capital-risque européen constitue un double enjeu économique et d'autonomie stratégique de l'UE. Le manque de capacités de l'UE en la matière, a fortiori dans les phases avancées de croissance, contribue à son retard dans la construction d'alternatives européennes aux entreprises de technologie américaines ou asiatiques. De surcroît, l'intervention d'investisseurs non résidents peut affaiblir l'écosystème entrepreneurial à long terme en favorisant la délocalisation des start-ups et la fuite des compétences hors de l'UE ([Braun et al.](#), 2019).

La fragmentation des marchés de capitaux européens constitue un obstacle au développement d'acteurs du capital-risque de taille continentale. Les plans d'actions de la Commission européenne concernant l'Union des marchés de capitaux (UMC) visent à favoriser l'augmentation de la taille des fonds et le développement des investissements transfrontières (notamment à travers les réformes du règlement EuVECA (*European Venture Capital Funds*) de 2017 et 2019, le rapprochement des régimes d'insolvabilité des entreprises ou le point d'accès unique aux informations des entreprises). Le nombre de transactions transfrontières en capital-risque dans l'UE a ainsi connu une forte croissance entre 2019 et 2021 ([Demertzis et al.](#), 2022). Enfin, pour valoriser davantage cette classe d'actifs, il apparaît nécessaire de développer les perspectives de sortie pour les investisseurs en capital-risque, à travers la cotation en bourse de start-ups ou leur acquisition par de plus grandes entreprises.

Le développement et la meilleure intégration du capital-risque au sein de l'UE favoriseront une meilleure allocation des capitaux européens, géographiquement et sectoriellement (notamment vers les entreprises contribuant à la transition écologique et à la transformation numérique), tout en renforçant son autonomie stratégique. Si les soutiens financiers publics, tels que la création récente d'un fonds soutenu par la Banque européenne d'investissement et dédié aux start-ups atteignant un niveau de développement avancé (*scale-ups*), jouent un rôle significatif, ils ne sauraient se substituer à la mobilisation de capitaux privés (cf. la nouvelle [stratégie](#) start-up du gouvernement allemand). Le renforcement du capital-risque européen sera donc tributaire de la bonne mise en œuvre de l'UMC, de soutiens financiers publics ciblés et, de manière générale, d'une plus grande maturation de l'écosystème entrepreneurial et financier.