



COMMISSION EUROPÉENNE

Bruxelles, le 20.04.2011

C(2011)2610 final

**Objet : Aide d'État SA.31730 (2011/N) – France
Fonds national d'amorçage – Régime cadre d'intervention publique en
capital investissement auprès des jeunes entreprises innovantes**

Monsieur le Ministre,

1. PROCÉDURE

- (1) Les autorités françaises ont notifié la mesure en objet par courrier électronique du 04.01.2011, enregistré le même jour par la Commission. La mesure avait été pré-notifiée le 15.10.2010 et une réunion entre les services de la Commission et les autorités françaises à ce sujet a eu lieu le 18.11.2010.
- (2) Les autorités françaises ont transmis des informations complémentaires le 16.02.2011, le 03.03.2011 et le 08.04.2011 enregistrées le même jour.

2. DESCRIPTION DU RÉGIME NOTIFIÉ

2.1. Contexte et objectif

- (3) Le régime notifié vise des investissements du Fonds national d'amorçage (ci-après "FNA") dans des fonds de capital-risque (ci-après: "les fonds") qui réaliseront eux-mêmes des investissements dans de jeunes entreprises innovantes en phases d'amorçage et de démarrage. Ces investissements seront effectués dans le cadre du programme d'investissements d'avenir lancé en décembre 2009 en France.
- (4) Le FNA a pour objectif de combler le déficit en fonds propres dont souffrent les jeunes entreprises innovantes. Son but est de contribuer à créer et développer un environnement économique favorable aux entreprises innovantes à fort potentiel de croissance, en favorisant le développement de fonds de capital investissement.

Son Excellence Monsieur Alain JUPPÉ
Ministre des Affaires étrangères
37, Quai d'Orsay
F - 75351 – PARIS

2.2. Base juridique

- (5) La base juridique de la mesure est l'article 8 de la Loi de finance rectificative pour 2010 Convention État Caisse des dépôts FNA (Loi n° 2010-237 du 9 mars 2010).

2.3. Durée et budget

- (6) Le FNA aura une durée de vie de vingt ans, prorogeable avec l'accord de l'État. Sa période d'investissement sera de quatre ans prorogeable avec l'accord de l'État.
- (7) Les investissements du FNA dans les fonds pourront être maintenus pendant une durée pouvant aller jusqu'à 15 ans prorogeable avec l'accord du FNA. La période d'investissement des fonds est de quatre ans, prorogeable avec l'accord du FNA.
- (8) Le FNA sera doté de 400 millions d'euros. Une enveloppe d'environ 200 000 euros est prélevée sur ce montant pour l'évaluation des résultats et de l'impact du dispositif. La mesure prévoit aussi un programme accessoire d'accompagnement. Le budget de ce programme est inclus dans les 400 millions d'euros et n'excèdera pas 0,75% du montant total de 400 millions d'euros dédié au dispositif, soit 3 millions d'euros (soit un budget annuel de 300 000 euros si ce programme d'accompagnement s'étend sur les 10 premières années du FNA).

2.4. Description du régime

2.4.1. Le Fonds national d'amorçage

- (9) Le FNA, constitué sous la forme d'un Fonds commun de placement à risques (ci-après "FCPR"), sera géré par CDC Entreprises, société de gestion agréée par l'Autorité des marchés financiers (ci-après "AMF") et filiale à 100% de la Caisse de Dépôts et des Consignations. Les autorités françaises ont confirmé qu'en tant que société de gestion, CDC Entreprises n'effectue pas d'opérations justifiant ou nécessitant l'octroi d'une garantie de quelque nature que ce soit de sa maison-mère. Elles ont assuré que les relations financières entre la CDC et CDC Entreprises s'effectuent donc dans le respect des principes et engagements pris par la CDC en 2001 dans le cadre de la décision CDC-CDC IXIS. Le FNA investira dans les fonds d'investissement choisis par CDC Entreprises en souscrivant des parts de FCPR et, le cas échéant, des actions de sociétés d'investissement (ci-après "SCR").
- (10) CDC Entreprises sera responsable du processus de sélection des fonds. La rémunération de CDC Entreprises en tant que gestionnaire du FNA est fixée à [...] * % de la taille du FNA pendant la période d'investissement. Un principe de dégressivité sera appliqué au-delà de cette période mais la rémunération annuelle ne sera pas inférieure à [...] euros.

2.4.2. Les fonds d'investissements abondés par le FNA

- (11) Les bénéficiaires directs du FNA sont (i) soit des fonds d'investissement liés à des organismes de recherche ou d'enseignement supérieur et dédiés au financement et à l'accompagnement d'entreprises en phase d'amorçage ("fonds de pré-amorçage"); (ii) soit des fonds d'investissement autonomes de type fonds d'amorçage ou fonds de capital risque qui peuvent réaliser des investissements en phase d'amorçage. Ces fonds peuvent

* Secret d'affaires

prendre le relais des fonds de pré-amorçage et peuvent aussi financer des entreprises innovantes non issues de recherche publique.

- (12) Les fonds seront d'envergure nationale ou locale et ils pourront avoir déjà une participation publique. Ils pourront être déjà constitués et encore en phase de levée de fonds ou être non encore constitués et en cours de levée de fonds.
- (13) En terme juridique, les fonds seront principalement des FCPR et, le cas échéant, des SCR. Dans les fonds qui prennent la forme de FCPR, les gestionnaires seront des sociétés de gestion privées agréées par l'AMF et faisant l'objet d'une surveillance par l'AMF. L'ensemble des fonds abondés par le FNA, inclus les SCR, fera l'objet d'une surveillance par les services fiscaux du Ministère chargé des finances. Les fonds seront gérés par des gestionnaires indépendants et professionnels, selon les principes de la gestion pour compte de tiers.
- (14) La mesure prévoit que les fonds réalisent leurs investissements et s'en désengagent de manière à pouvoir rembourser et rémunérer le FNA avant l'échéance des 20 ans, la durée de vie du FNA.

2.4.3. Les décisions d'investissement

- (15) Au niveau du FNA, son gestionnaire, CDC Entreprises, sera responsable du processus de sélection des fonds. Les critères de sélection feront l'objet d'une information publique (notamment sur les sites Internet des Ministères concernés et de CDC Entreprises). Les projets pourront être présentés à CDC Entreprises pendant toute la période d'investissement du FNA. Il n'y aura pas d'appels à projets successifs mais un appel à projets permanent sur toute la période d'investissement.
- (16) Pour sélectionner les fonds, CDC Entreprises consultera un "comité de pilotage" composé de représentants des administrations de l'État concernées par le FNA et des experts indépendants ayant des compétences reconnues dans le domaine du financement des entreprises innovantes, pour recueillir son avis sur les projets d'investissement avant de prendre sa décision.
- (17) CDC Entreprises sollicitera des investisseurs privés (par exemple des banques, assurances, investisseurs industriels, personnes physiques) ou publics (par exemple Fonds Européen d'Investissement; les régions, établissements de R&D) qui eux-mêmes procéderont à l'évaluation du projet de fonds, de manière indépendante de CDC Entreprises, selon leurs propres procédures. Néanmoins, le FNA pourra investir dans un fonds où aucun des investisseurs privés sollicités n'aurait souhaité investir.
- (18) Les gestionnaires des fonds devront mettre en place deux comités:
 - Le comité des investisseurs sera consulté obligatoirement sur les sujets prévus par le règlement du fonds, notamment les conflits d'intérêt, les dérogations à la politique d'investissement, la prorogation de la vie du fonds. Ses décisions seront liantes pour les gestionnaires; et
 - Le comité consultatif d'investissement indépendant composé des investisseurs et pouvant accueillir des experts indépendants ayant une connaissance des secteurs visés. Ce comité est consulté systématiquement sur tous les projets d'investissement. Ce comité rend un avis. Les décisions d'investissement seront prises par les gestionnaires dans le cadre défini par la politique d'investissement du fonds.

- (19) Il est aussi possible que les gestionnaires constituent un seul comité (à la place de deux) dénommé comité consultatif d'investissement et consulté sur les sujets mentionnés *supra*.

2.4.4. Accord entre FNA et fonds d'investissement

- (20) Pour chaque investissement du FNA dans un fonds, un accord sera formalisé entre les gestionnaires du fonds et les investisseurs participant au fonds. Cet accord prend la forme de règlement du fonds dans le cas d'un FCPR ou des statuts de la société dans le cas d'une SCR, et si nécessaire, sera complété par un accord particulier.
- (21) L'accord comprendra nécessairement des dispositions sur la rémunération des gestionnaires, les dispositions sur la politique d'investissement, le calendrier d'investissement, les entreprises et les secteurs visés, la durée de la période d'investissement et la durée de vie du fonds.

2.4.5. Modalités d'investissement

- (22) Les fonds investiront dans les entreprises selon les modalités suivantes:
- (23) Le financement initial interviendra en phase d'amorçage ou en phase de démarrage au sens des Lignes directrices sur le capital investissement¹ (ci-après les "Lignes Directrices"), telles que modifiées par la Communication de la Commission modifiant les Lignes Directrices² (ci-après "Communication modificatrice"). Les fonds prendront des participations minoritaires, c'est-à-dire inférieures à 50% du capital de l'entreprise ciblé. Les interventions seront réalisées au moment de la création de l'entreprise ou lors de l'augmentation de capital.
- (24) Le refinancement des entreprises déjà financées sera possible, même si entre-temps l'entreprise est devenue de taille moyenne. La participation du fonds dans l'entreprise, en cas de refinancement par le fonds, a vocation soit à rester stable, soit à diminuer.
- (25) En principe, le montant de chaque tranche de financement (financement et refinancement) sera inférieur à 1,5 million d'euros par entreprise et par période de 12 mois. Cependant dans certains cas, notamment dans certains secteurs à forte intensité capitalistique, il n'est pas exclu que ce seuil soit dépassé. Dans tous les cas, les tranches de financement seront plafonnées à 2,5 millions d'euros par entreprise et par période de 12 mois.

2.4.6. Instruments d'investissement

- (26) Les financements apportés aux entreprises par les fonds seront constitués à au moins 85% de fonds propres et quasi-fonds propres strictement listés (obligations convertibles en actions, obligations associées à des bons de souscription d'actions, bons de souscription d'actions). Les fonds pourront marginalement consentir des avances en compte courant d'actionnaire qui sont des comptes ouverts au nom d'un actionnaire dans les livres comptables de l'entreprise, inscrits au passif du bilan, sur lesquels sont portées les sommes prêtées temporairement à la société par cet actionnaire. Ce mode de financement ne concernera qu'une partie faible des financements apportés aux entreprises (inférieure à 15%).

¹ JO C 194 du 18.8.2006, p. 2.

² JO C 329 du 7.12.2010, p. 4.

- (27) La mesure prévoit aussi de mettre en place un programme accessoire d'accompagnement destiné aux entreprises qui seront financées. Ce programme se déclinera sous la forme d'une offre de services gratuits (formations, conseils, réunions d'information...) et visera à aider l'émergence d'un réseau d'entrepreneurs financés par le FNA, à accélérer la performance globale des entreprises, et à accompagner leur action dans trois domaines-clés que sont l'innovation, le développement à l'international et le développement durable.

2.4.7. Les PME éligibles à un investissement

- (28) Les fonds investiront uniquement dans des PME non cotées, innovantes, à fort potentiel de croissance. Les entreprises bénéficiaires sont les entreprises exerçant une activité économique en France³, même si leur siège social est situé ailleurs. Au moment où elles reçoivent un premier financement des fonds, ces sociétés: (i) sont de petites entreprises⁴; (ii) ont moins de 8 ans; et (iii) sont innovantes, c'est-à-dire que leurs dépenses de R&D représenteront au moins 15% des dépenses annuelles engagées par l'entreprise ou elles détiendront le label entreprises innovantes⁵ délivré par OSEO⁶.
- (29) Le FNA vise prioritairement les PME dans des secteurs technologiques définis par la Stratégie nationale française pour la recherche et l'innovation: la santé, l'alimentation, les biotechnologies, les technologies de l'information et de la communication, les micro-et nanotechnologies, et les écotechnologies.⁷ Néanmoins, les entreprises actives dans d'autres secteurs pourront aussi être financées par les fonds.
- (30) Les investissements dans les entreprises des secteurs de la construction navale, de l'industrie houillère et de la sidérurgie, ainsi que les investissements dans les entreprises en difficulté, sont exclus. Sont également exclus les aides en faveur d'activités liées à l'exportation.

2.4.8. Participation des investisseurs privés au niveau de fonds et entreprises ciblés

- (31) Les investisseurs peuvent investir (i) soit dans les fonds aux côtés du FNA ou (ii) dans les entreprises ciblées aux côtés des fonds.
- (32) Au niveau des fonds, les autorités françaises ont indiqué qu'à cause de la défaillance de marché, le financement apporté par les investisseurs privés pourra représenter moins de 50% du financement total réuni par le fonds. Selon les autorités françaises, il est

³ C'est-à-dire les entreprises qui exercent leur activité en France aussi par l'intermédiaire d'une filiale, d'une succursale ou d'une agence, conformément à la jurisprudence communautaire (Arrêt C-156/98 Allemagne/Commission).

⁴ Au sens de l'annexe I du règlement (CE) n° 800/2008 de la Commission du 6 août 2008 déclarant certaines catégories d'aide compatibles avec le marché commun en application des articles 87 et 88 du traité (maintenant des articles 107 et 108 de TFUE (ci-après le "Règlement général d'exemption par catégorie"), JO L 214 du 9.8.2008, p. 3.

⁵ Le label d'entreprise innovante délivré par OSEO est une manière de qualifier le caractère innovant de projets d'entreprises. Plus de détails peuvent être obtenus sur le site d'OSEO: http://www.oseo.fr/votre_projet/innovation/aides_et_financements/services/qualification_fcpi_fonds_communis_de_placement_dans_l_innovation

⁶ OSEO est une entreprise publique, qui s'occupe d'aide à l'innovation, des garanties des concours bancaires, des investissements en fonds propres et de financement en partenariat.

⁷ Le rapport général de la Stratégie nationale de recherche et d'innovation est accessible à: <http://www.enseignementsup-recherche.gouv.fr/pid20797/la-strategie-nationale-de-recherche-et-d-innovation.html>

impossible de fixer a priori un seuil minimal de participation des investisseurs privés.
La fixation de ce seuil [...]

- (33) Au niveau des entreprises, dans les phases d'amorçage, les fonds pourront intervenir dans un tour de financement aux côtés des fondateurs et de leurs proches (*love money*), d'investisseurs providentiels (*business angels*) ou d'autres organismes ou fonds (par exemple organismes de recherche). La participation privée dans les entreprises cibles sera toujours d'au moins 50% ou 30% dans les zones assistées et elle inclura toujours au moins 10% de financement apporté par des investisseurs indépendants de l'entreprise dans laquelle ils investissent.
- (34) Les investissements par les fonds seront réalisés dans les mêmes conditions juridiques et financières que celles des autres investisseurs et dans les conditions de marché. Il n'y a pas de subordination des titres détenus par les fonds concernés par rapport aux titres détenus par les autres investisseurs.

2.5. Cumul

- (35) L'État français s'engage, en cas de cumul de l'intervention du FNA avec d'autres aides d'Etat au sens de l'Article 107 (1) TFUE ou d'autres subventions publiques en provenance, du budget de l'Union à réduire les plafonds d'aide applicables ou les montants maximaux admissibles de 50% en règle générale et de 20% pour les PME ciblées situées dans des régions assistées au cours des trois premières années suivant le premier investissement en capital-investissement et jusqu'à la totalité du montant perçu lorsque les capitaux fournis à une entreprise ciblée en application d'une mesure de capital-investissement sont utilisés pour financer un investissement initial ou d'autres coûts admissibles au bénéfice d'une aide en vertu d'autres règlements d'exemptions par catégorie, lignes directrices, encadrements ou autres documents sur les aides d'État. Cette réduction n'est pas applicable aux intensités d'aide prévues par l'encadrement communautaire des aides d'État à la recherche et au développement⁸ ou tout autre encadrement ou règlement d'exemption par catégorie dans ce domaine qui le remplacerait.

2.6. Autres engagements

- (36) La France transmettra le rapport annuel en vertu du règlement (CE) no 659/1999 et du règlement no 794/2004 de la Commission. Ce rapport contiendra un tableau récapitulatif comprenant une ventilation des investissements effectués par les fonds ou en application de la mesure de capital-investissement, et notamment une liste de tous les bénéficiaires. Le rapport donnera une description succincte de l'activité des fonds, avec des précisions sur les opérations potentielles qui ont été examinées et celles qui ont effectivement été réalisées, ainsi que sur la performance des véhicules d'investissement, avec des données agrégées concernant le montant des capitaux levés par l'intermédiaire du véhicule.
- (37) Les autorités françaises se sont engagées à publier sur Internet le texte intégral du régime d'aide, ainsi qu'à garder pendant 10 ans au moins des registres détaillés sur l'octroi de toutes les aides en faveur du capital investissement qui contiendront tous les renseignements nécessaires pour établir si les conditions fixées dans les Lignes Directrices sont respectées, et à les présenter sur demande de la Commission.

⁸ JO C 323 du 30.12.2006, p. 1.

3. ANALYSE

(38) La Commission a évalué la mesure examinée à la lumière de l'article 107(1) du TFUE.

3.1. Présence d'aide d'État

(39) Pour qu'une mesure tombe dans le champ d'application de l'article 107(1) du TFUE, quatre critères cumulatifs doivent être remplis:

- la mesure doit impliquer l'utilisation de ressources d'État;
- la mesure doit fausser la concurrence en conférant un avantage à certaines entreprises;
- l'avantage doit être sélectif en ce qu'il est limité à certaines entreprises; et
- la mesure doit être susceptible d'affecter le commerce entre États membres.

(40) Dans le cas d'espèce, la mesure concerne la constitution du FNA et un programme d'accompagnement aux entreprises. Ce programme accessoire destiné aux entreprises qui seront financées par les fonds aura la forme d'une offre de services gratuits fournis aux PME bénéficiaires. Les autorités françaises ont assuré que l'avantage dérivant aux entreprises par la gratuité de ces services, sera octroyé suivant les critères du règlement CE n°1998/2006 portant sur les aides *de minimis*⁹, et en conséquence, cet avantage ne constitue pas une aide d'État aux termes de l'article 107(1) du TFUE. L'aide sous forme de capital risque ne couvrira pas les mêmes dépenses admissibles au financement du programme accessoire. La Commission conclut donc que les critères du règlement *de minimis*, notamment son article 2 (5), sont donc remplis.

Concernant le FNA, qui est un fonds de fonds, pour les raisons expliquées dans les Lignes Directrices, la Commission effectue l'analyse sur l'existence d'aide à trois niveaux différents:

- aide aux investisseurs;
- aide à un véhicule d'investissement de fonds d'investissement, et / ou de son gestionnaire; et
- aide aux entreprises dans lesquelles l'investissement est réalisé.

3.1.1. Aides d'État aux investisseurs

(41) Pour les raisons expliquées au point 3.2 des Lignes Directrices, lorsqu'une mesure permet à des investisseurs de réaliser des investissements en fonds propres ou quasi-fonds propres dans une entreprise ou un groupe d'entreprises à des conditions plus avantageuses qu'elles ne le seraient pour un investisseur public ou que si cet investissement avait été effectué en l'absence de cette mesure, la Commission considèrera que ces investisseurs reçoivent un avantage. Par contre, si les investisseurs publics et privés partagent exactement les mêmes risques de sous-estimation et de surestimation et les mêmes possibilités de rémunération et s'ils sont placés au même niveau de subordination (*pari passu*), et normalement à condition qu'au moins 50% du financement de la mesure proviennent d'investisseurs privés qui sont indépendants de la

⁹ JO L 379 du 28.12.2006, p. 5.

société dans laquelle ils investissent, la Commission présumera que la mesure ne constitue pas une aide d'État.

- (42) Le FNA investira *pari-passu* avec les co-investisseurs dans le fonds: les investisseurs publics et privés dans le fonds partageant la même stratégie d'investissement à long terme, les mêmes risques, les mêmes possibilités de rémunération et étant placés au même niveau de subordination.
- (43) Les autorités françaises ont indiqué qu'il n'est pas exclu, en raison des défaillances de marché, que dans certains cas limités la part d'investissement privé indépendant soit faible, tout au moins 10% du financement. Au niveau des entreprises cibles, la participation privée sera toujours au moins 50% ou 30% dans les zones assistées, mais elle inclura aussi le capital des fondateurs et de leurs proches, qui ne peut pas être qualifié de capital privé indépendant. Au vu de la possibilité de participation des investisseurs privés indépendants au-dessous 50% dans les fonds abondés par le FNA et au-dessous 30% dans les zones assistées, la Commission considère que il n'est pas possible d'exclure la présence de l'aide d'État, dans le sens de l'Article 107(1) du TFUE, au niveau des investisseurs privés.

3.1.2. Aides d'État au FNA et aux fonds abondés

- (44) En règle générale, la Commission tend à considérer un fonds d'investissement ou un véhicule d'investissement comme une structure intermédiaire permettant de transférer l'aide aux investisseurs et/ou aux entreprises dans lesquelles l'investissement est réalisé, et non pas comme le bénéficiaire de l'aide. Toutefois, des mesures d'ordre fiscal ou autres, impliquant des transferts directs en faveur d'un véhicule d'investissement ou d'un fonds existant qui regroupe un grand nombre d'investisseurs différents et qui se présente comme une entreprise indépendante, peuvent constituer une aide, à moins que l'investissement ne soit effectué à des conditions qui seraient acceptables pour un investisseur privé opérant dans les conditions normales d'une économie de marché et qu'il ne confère par conséquent aucun avantage au bénéficiaire.
- (45) Le FNA a été constitué sous la forme de FCPR avec le but d'investir dans des fonds de capital-risque qui eux-mêmes investiront dans des entreprises. L'État sera donc investisseur, par le FNA, dans ces fonds.
- (46) Au vu des ces éléments, la Commission considère le FNA comme une structure intermédiaire qui canalise le financement public. Par conséquent, il n'y a pas d'aide d'État au sens de l'Article 107(1) du TFUE en faveur du FNA.
- (47) Par contre, les fonds peuvent avoir été déjà constitué et avoir démarré leurs activités. Ils peuvent donc différencier leurs investissements et peuvent être considérés comme des entreprises indépendantes performant une activité économique. Ces fonds essayeront de trouver des partenaires privés, mais il n'est pas exclu qu'ils puissent opérer avec des ressources majoritairement ou exclusivement publiques. La Commission constate donc la présence de l'aide d'État au sens de l'Article 107(1) du TFUE en faveur des fonds.

3.1.3. Aides d'État en faveur des sociétés de gestion

- (48) Pour les raisons expliquées au point 3.2. des Lignes Directrices, il y aura une aide en faveur des gestionnaires du fonds ou de la société de gestion si leur rémunération ne correspond pas entièrement à la rémunération courante offerte par le marché dans des

situations comparables. En revanche, l'absence d'aide sera présumée si les gestionnaires ou la société de gestion sont sélectionnés selon une procédure d'appel d'offres publique ouverte et transparente ou s'ils ne reçoivent pas d'autre avantage d'origine publique.

- (49) Les autorités françaises considèrent que CDC Entreprises ne recevra aucun avantage public en lien avec la gestion du FNA. Néanmoins, la Commission, vu que la CDC Entreprises n'a pas été sélectionnée par un appel d'offres public et transparent, ne peut pas exclure la présence de l'aide d'État, au sens de l'Article 107(1) du TFUE.
- (50) Au niveau des fonds, les autorités françaises ont confirmé qu'ils seront gérés par des gestionnaires professionnels. Il s'agira principalement d'équipes de gestion déjà établies, mais aussi d'équipes nouvelles. Ces équipes seront formées de professionnels issus du secteur privé ou de professionnels indépendants choisis selon un processus de due diligence transparent et non discriminatoire.
- (51) D'après les autorités françaises, la rémunération des gestionnaires correspondra aux conditions de marché. Les critères de sélection sont clairement établis et seront connus par les sociétés du secteur. La rémunération sera décidée au cas par cas par CDC Entreprises.
- (52) Toutefois, vu que les gestionnaires des fonds abondés ne sont pas choisis sur la base d'une procédure d'appel d'offres publique, la Commission ne peut pas exclure l'existence d'une aide d'État aux gestionnaires des fonds. L'aide éventuelle à la société de gestion du FNA et aux gestionnaires des fonds sera analysée dans la partie de la Décision sur la proportionnalité de l'aide.

3.1.4. Aides d'État aux entreprises cibles

- (53) Pour les raisons expliquées au point 3.2. des Lignes Directrices, notamment lorsqu'il existe une aide au niveau des investisseurs, du véhicule d'investissement ou du fonds d'investissement, la Commission considèrera normalement qu'elle est au moins en partie répercutée sur les entreprises cibles, et donc qu'elle est aussi présente à leur niveau.
- (54) Dans ce cas, la Commission considère qu'une aide d'État est présente aux niveaux des investisseurs et des fonds. Par conséquent la Commission considère que cette aide est répercutée aux niveaux des PME.
- (55) De surcroît, la Commission observe que la mesure fournit un avantage aux PME bénéficiaires puisqu'elle facilite l'accès au financement en fonds propres pour les phases d'amorçage et démarrage, phases dans lesquelles la défaillance de marché est particulièrement élevée.
- (56) La Commission considère donc qu'il y a une aide d'État au sens de l'Article 107(1) du TFUE aux entreprises bénéficiaires.

3.2. Légalité de l'aide

- (57) En notifiant le régime avant sa mise en application, les autorités françaises ont respecté leurs obligations en vertu de l'article 108(3) du TFUE.

4. COMPATIBILITÉ

(58) Pour évaluer la compatibilité de l'aide avec les règles de concurrence, la Commission procède à une évaluation sur la base des conditions de la section 4 des Lignes Directrices. Lorsque la mesure ne remplit pas toutes les conditions énoncées dans la section 4, la Commission procède à une appréciation plus détaillée de l'aide selon la procédure précisée à la section 5 des Lignes Directrices.

4.1. Forme de l'aide

(59) Parmi les formes d'aide au capital-investissement considérées au point 4.2 (a) des Lignes Directrices figure "la constitution de fonds d'investissement (« fonds de capital-risque ») dans lesquels l'État est partenaire, investisseur ou partie, même à des conditions moins avantageuses que les autres investisseurs."

(60) La mesure prévoit que le FNA investisse dans des fonds d'investissement. Le présent régime a donc une forme qui satisfait aux exigences du point 4.2 des Lignes Directrices.

4.2. Niveau maximum des tranches d'investissement

(61) En vertu du point 4.3.1 des Lignes Directrices, adapté par le point 2.1 de la Communication modificatrice, la mesure de capital-investissement doit prévoir des tranches de financement, totalement ou partiellement financées par l'aide d'État, qui ne dépassent pas 2,5 million d'euros par entreprise et par période de 12 mois.

(62) Les autorités françaises ont expliqué que les tranches de financement seront plafonnées à 2,5 millions d'euros par entreprise et par période de 12 mois. En conséquence, la Commission peut conclure que la condition du point 4.3.1 des Lignes Directrices, comme adapté, est respectée.

4.3. Restriction au financement des phases d'amorçage et de démarrage

(63) Dans le point 4.3.2 des Lignes Directrices, il est reconnu que la mesure publique visant à promouvoir les investissements en capital-investissement doit se limiter à un financement jusqu'à la phase d'expansion pour les PME situées dans des régions assistées. Elle doit se limiter à prévoir un financement jusqu'à la phase de démarrage pour les moyennes entreprises situées dans des régions non assistées.

(64) Dans la mesure, les investissements par les fonds initialement devront être réalisés dans les entreprises en phases d'amorçage ou de démarrage. Au moment où elles recevront un premier investissement, elles devront être (i) de « petites » entreprises, (ii) établis de moins de 8 ans et (iii) innovantes.

(65) Pourtant, les autorités françaises ont signalé que les entreprises financées pourront être refinancées par le même fonds jusqu'à la phase d'expansion. Le but de refinancement est de compléter le financement apporté par les investisseurs privés, préserver les intérêts financiers du fonds et assurer la continuité du financement des entreprises dans un contexte de marché difficile pour les jeunes entreprises innovantes. Le refinancement concernera de manière prépondérante de petites entreprises. Il pourra cependant arriver qu'il bénéficie à une moyenne entreprise, celle-ci de "petite" étant devenue "moyenne" par croissance. Ceci n'est pas conforme au point 4.3.2 des Lignes Directrices.

(66) La Commission peut donc conclure que la mesure prévoit des investissements de suivi dans des entreprises ayant déjà reçu des apports de fonds propres (*follow-on investment*). Elle ne remplit donc pas le point 4.3.2 des Lignes Directrices. Par conséquent, elle fera l'objet d'une analyse détaillée, comme indiqué au point 5.1 c) des Lignes Directrices.

4.4. Prédominance des instruments d'investissement en fonds propres ou quasi-fonds propres

(67) En vertu du point 4.3.3 des Lignes Directrices, les instruments d'investissement en fonds propres ou quasi-fonds propres dans les PME doivent représenter au moins 70% du budget total de la mesure de capital-investissement. Pour apprécier la nature de ces instruments, la Commission tiendra compte de la substance économique réelle de l'instrument plutôt que de son appellation ou de sa qualification par les investisseurs.

(68) Dans la mesure en objet, le financement prendra la forme de fonds propres (actions) ou de quasi fonds propres (obligations convertibles en actions, obligations associées à des bons de souscription d'actions, bons de souscription d'actions).

(69) Exceptionnellement, les fonds pourront consentir une avance en compte courant d'actionnaire à l'entreprise. Vu que les autorités françaises ont assuré que l'avance en compte courant d'actionnaire ne concernera qu'une partie très faible des financements apportés aux entreprises (inférieure à 15%), la Commission peut conclure que la mesure respecte les conditions du point 4.3.3 des Lignes Directrices.

4.5. Participation des investisseurs privés

(70) En vertu du point 4.3.4 des Lignes Directrices, au moins 50% du financement des investissements réalisés doivent provenir des investisseurs privés, ce seuil étant ramené à 30% dans le cas des PME situées dans des régions assistées.

(71) Le FNA investira dans des fonds qui eux-mêmes investiront dans des entreprises. Les investisseurs privés pourront intervenir à deux niveaux: les fonds de capital risque dans lequel le FNA investira ou les entreprises.

(72) La décision d'investissement du FNA dans un fonds ne pourra être mise en œuvre qu'après d'autres investisseurs (privés ou publics) auront eux-mêmes analysé et évalué l'opportunité d'investissement dans le même fonds. Il sera demandé aux gestionnaires porteurs de projets de fonds de faire leurs meilleurs efforts pour attirer des investisseurs privés. Toutes les contributions des investisseurs privés seront acceptées lors de la levée de fonds initiale et durant la période de souscription du fonds, sous réserve de la protection des intérêts des investisseurs initiaux.

(73) Néanmoins, le FNA pourra juger acceptable d'investir dans un fonds où aucun des investisseurs privés sollicités n'aurait souhaité investir, et par conséquent, le financement apporté par les investisseurs privés pourra représenter moins de 50% ou 30% dans les zones assistées du financement total réuni par le fonds, et même faire complètement défaut.

(74) Au niveau des entreprises cibles, les fonds investiront avec d'autres investisseurs, la participation des investisseurs privés étant toujours au moins 50% du capital ou 30%

dans les zones assistées, lors de l'investissement initial dans l'entreprise, dont au moins 10% de provenance des investisseurs privés indépendants.

- (75) Au regard de ces éléments, la Commission trouve que la mesure remplit les conditions prévues au point 4.3.4 des Lignes Directrices.

4.6. Décisions d'investissement motivées par la recherche du profit

- (76) Le point 4.3.5 des Lignes Directrices précise que la mesure de capital-investissement doit assurer que les décisions d'investir dans les entreprises cibles sont motivées par la recherche du profit. C'est le cas lorsque l'investissement est motivé par la perspective d'un potentiel de profit significatif et par la volonté d'octroyer un soutien constant aux entreprises ciblées à cette fin. Ce critère est réputé satisfait si toutes les conditions suivantes sont remplies: a) la mesure prévoit une participation significative des investisseurs privés, ceux-ci investissant en fonds propres dans une optique commerciale (c'est-à-dire uniquement dans un but de profit), directement ou indirectement, dans les entreprises cibles; b) il existe, pour chaque investissement, un plan d'entreprise comportant des indications détaillées sur le produit, les ventes et les perspectives de rentabilité et établissant la viabilité ex ante du projet; et c) il existe une stratégie de désengagement claire et réaliste pour chaque investissement.

- (77) Premièrement la Commission constate que dans tous les investissements des Fonds au moins 50% du capital ou 30% dans les zones assistées sont contribués par des investisseurs privés. Même si le financement privé pourrait, dans certains cas, être majoritairement celui des fondateurs de l'entreprise et de leurs proches, la Commission constate que la mesure en examen assure en tous cas la gestion des investissements dans une optique commerciale pour les raisons suivantes:

- les gestionnaires des fonds chercheront à dégager un profit par le biais d'investissements réalisés sur la base des évaluations et vérifications détaillées. Si, au niveau des fonds, une participation privée significative ne peut pas être assurée, comme détaillé dans la section 2.4.8 de cette décision, au niveau des entreprises ciblées l'investissement privé sera supérieur à 50% ou 30% dans les zones assistées. La participation privée est donc recherché au niveau des Fonds et au niveau des PME;

- au moins 10% du financement dans les PME est effectué par des investisseurs privés indépendant de l'entreprise dans laquelle le Fonds investit. Ces investisseurs n'ont aucun traitement préférentiel par rapport au capital public, étant soumis aux mêmes conditions et partageant les mêmes risques que les investisseurs publics. Leurs investissements sont donc totalement motivés par une optique commerciale et la recherche d'un profit;

- le choix des investissements relève complètement des gestionnaires privés des Fonds. Leur rémunération étant en partie liée aux performances, ils sont motivés à choisir les investissements avec le but d'en tirer un profit maximal.

- (78) Ensuite, les autorités françaises ont expliqué que les entreprises bénéficiaires devront présenter des perspectives de rentabilité. Les investissements seront décidés sur la base d'un examen du plan d'affaires et plus généralement sur la base d'un processus de due diligence approfondi, réalisé par les gestionnaires des fonds (qualité de l'équipe dirigeante, validation de l'innovation (proof of concept), perspectives commerciales de l'application visée, viabilité du modèle économique, ...). Les gestionnaires vont aussi évaluer la valeur de participation privée dans les entreprises.

- (79) Finalement, une stratégie de désengagement devra être formalisée dans le moment d'investissement, de manière réaliste et en accord avec les fondateurs de l'entreprise. Le désengagement devra intervenir dans un délai (de 5 à 8 ans) compatible avec la durée de vie du fonds qui devra être limitée. Les solutions de sortie pourront être par exemple une introduction en bourse, une cession à un opérateur industriel, une cession aux dirigeants avec ou sans financement de l'opération par dette (MBO), ou une cession à un autre investisseur financier.
- (80) La Commission peut conclure que la mesure est donc conforme au point 4.3.5 des Lignes Directrices.

4.7. Gestion commerciale

- (81) Le point 4.3.6 des Lignes Directrices demande que la gestion d'une mesure ou d'un fonds de capital-investissement soit effectuée dans une optique commerciale. L'équipe de direction doit se comporter comme des gestionnaires du secteur privé, en visant à optimiser la rémunération de leurs investisseurs. Ce critère est considéré comme rempli lorsque toutes les conditions suivantes sont satisfaites: a) il existe un accord entre un gestionnaire de fonds professionnel ou une société de gestion et les participants au fonds prévoyant que la rémunération du premier est liée aux résultats, définissant les objectifs du fonds et fixant le calendrier d'investissement; et b) les investisseurs privés sont représentés dans la prise de décision, par exemple par le biais d'un comité des investisseurs ou d'un comité consultatif; et c) la gestion des fonds est conforme aux meilleures pratiques et fait l'objet d'une surveillance réglementaire.
- (82) Pour chaque investissement du FNA dans les fonds, un accord sera formalisé entre les gestionnaires des fonds et le FNA. L'accord comprendra nécessairement:
- des dispositions sur la rémunération des gestionnaires: la rémunération se composera d'une partie forfaitaire et d'une partie variable qui sera liée aux performances financières et économiques;
 - des dispositions sur la politique d'investissement et le calendrier d'investissement: seront notamment précisés les entreprises, les secteurs visés, la durée de la période d'investissement et la durée de vie du fonds.
- (83) La rémunération des gestionnaires des fonds sera validée par CDC Entreprises au cas par cas, en prenant en compte la taille du fonds, sa stratégie d'investissement, et le dimensionnement de l'équipe de gestion en cohérence avec la stratégie d'investissement du fonds. La rémunération sera fixée à un niveau donné pendant la période d'investissement, et elle sera dégressive au-delà de cette période. La rémunération variable sera liée aux performances financières et économiques du fonds, dès lors que la plus-value dépassera un niveau de rendement minimal pour les investisseurs du fonds. La rémunération proposée par les gestionnaires des fonds est un des critères considéré lors de la sélection des fonds par CDC Entreprises.
- (84) Les gestionnaires des fonds devront mettre en place deux comités: le comité des investisseurs, consulté obligatoirement sur les sujets prévus par le règlement du fonds, et dont les décisions seront liantes pour les gestionnaires et le comité consultatif d'investissement indépendant composé des investisseurs et pouvant accueillir des experts indépendants ayant une connaissance des secteurs visés, consulté systématiquement par les gestionnaires sur tous les projets d'investissement.

- (85) Les décisions d'investissement seront prises par les gestionnaires dans le cadre défini par la politique d'investissement du fonds. Néanmoins, dans l'éventualité où les gestionnaires ne respecteraient pas la politique d'investissement ainsi définie, les règlements des fonds FCPR prévoient normalement la possibilité pour les investisseurs d'engager une procédure dite de « divorce » qui prévoit le transfert de la gestion du fonds à une autre société de gestion si un pourcentage déterminé d'investisseurs le demande.
- (86) Les autorités françaises ont assuré que la gestion des fonds sera conforme aux meilleures pratiques en matière d'investissement de gouvernance et d'information des investisseurs. Ces fonds seront principalement des FCPR, dont les gestionnaires seront des sociétés de gestion agréées par le AMF et faisant objet d'une surveillance par l'AMF. Tous les fonds abondés feront l'objet d'une surveillance des services fiscaux du Ministère des finances.
- (87) Au niveau de la gestion du FNA, c'est-à-dire CDC Entreprises, la France a spécifié que la rémunération de CDC Entreprise se situe en dessous de la fourchette de rémunération d'un gestionnaire d'un fonds de fonds, qui est normalement rémunéré entre [...] % et [...] % (en pourcentage de la taille des fonds de fonds) sur le marché français.¹⁰ Cette rémunération permettra tout de même à CDC Entreprise de couvrir les coûts induits par la gestion du FNA.
- (88) Au niveau du FNA, un seul comité, nommé comité de pilotage réunit les fonctions des deux types de comités mentionnés *supra* (paragraphes 87 et 88).
- (89) La Commission conclut que les conditions du point 4.3.6 des Lignes Directrices sont respectées.

4.8. Orientation sectorielle

- (90) En vertu du point 4.3.7 des Lignes Directrices, la Commission peut accepter une orientation sectorielle des mesures de capital-investissement, à condition que la mesure en cause relève du champ d'application défini à son point 2.1. Celui-ci exclut les aides aux entreprises en difficulté, ainsi que les aides aux entreprises de la construction navale, de l'industrie houillère et de la sidérurgie. En outre, les Lignes Directrices ne sont pas applicables aux aides en faveur d'activités liées à l'exportation.
- (91) De manière prioritaire, les entreprises cibles seront des secteurs technologiques suivants: la santé, l'alimentation et les biotechnologies, les technologies de l'information et de la communication, les micro- et nanotechnologies, et les écotechnologies, comme définie par le cadre français de la Stratégie nationale de recherche et d'innovation. Néanmoins, les entreprises actives dans d'autres secteurs pourront aussi être financées par les fonds.
- (92) La Commission peut conclure que le régime satisfait à l'ensemble des exigences des points 4.3.7 et 2.1 des Lignes Directrices.

¹⁰ Pour comparaison, les autorités françaises ont donné la rémunération habituelle de 7 fonds de fonds privés opérant sur le marché français.

5. APPRÉCIATION DÉTAILLÉE

- (93) La mesure en appréciation ne remplit pas toutes les conditions énoncées à la section 4 des Lignes Directrices. Comme indiqué dans la section précédente de cette décision, la mesure ne respecte pas certaines conditions de compatibilité car elle prévoit des investissements de suivi dans des entreprises ayant déjà reçu des apports de fonds propres aidés afin de financer des tours de financement ultérieurs.
- (94) De ce fait, la mesure en objet doit faire l'objet d'une appréciation plus détaillée de compatibilité sur la base du critère de mise en balance exposé au point 1.3 des Lignes Directrices en raison de la nécessité d'assurer que la mesure en question cible la défaillance du marché en cause et du fait du risque accru d'éviction des investisseurs privés et de distorsion de la concurrence.
- (95) L'analyse détaillée sera fondée sur un certain nombre d'éléments positifs et négatifs. Aucun élément pris isolément n'est déterminant et aucun ensemble d'éléments ne peut être considéré comme suffisant en soi pour garantir la compatibilité de la mesure. L'applicabilité de ces critères et leur poids peuvent dépendre de la forme de la mesure.

5.1. Effets positifs de l'aide

5.1.1. Existence et preuve de la défaillance du marché

- (96) La Commission souligne dans les Lignes Directrices que le degré de développement du marché privé du capital-investissement varie fortement d'un État membre à l'autre. En France, en comparaison d'autres pays de l'OCDE, le capital-risque est insuffisamment développé, en proportion du PIB. Selon les données 2008 de l'OCDE, l'activité du capital-risque en France (0,091% du PIB) est inférieure à la moyenne de l'Union européenne (0,12%) et à celle de l'OCDE (0,11%). Les investissements en capital-risque en France sont très en retrait de la situation observée dans les pays d'Europe du Nord (Danemark, Finlande, Suède, Norvège), au Royaume-Uni, aux Pays-Bas, en Suisse ou encore aux États-Unis.¹¹ A titre d'exemple au Danemark les investissements en capital-risque en 2008 étaient 0,30% du PIB, en Suède 0,21% du PIB, en Belgique le 0,11%.
- (97) Si l'on s'intéresse à la répartition des investissements entre la phase de démarrage et la phase d'expansion (concernant les données 2007):
- en phase de démarrage, la France consacre 0,028% de son PIB en dépenses de capital investissement, ce qui est supérieure à la moyenne de l'OCDE (0,026%) et de l'Union européenne (0,021%) mais loin derrière le Danemark, la Suède, la Finlande, le Royaume-Uni (0,047%) et les États-Unis (0,036%);
 - en phase d'expansion, les investissements représentent 0,055% du PIB qui est inférieur à la moyenne des pays de l'OCDE (0,098%). En particulier, les investissements combinés en capital d'amorçage et expansion au Danemark en 2008 était 0,4% du PIL, pour la Suède et le Royaume-Uni environ 0,3% du PIL, pour le Portugal 0,13% du PIL, les Pays-Bas 0,1% du PIL, alors que la France ne destinait que 0,08% de son PIL aux investissements en phase d'amorçage et expansion¹².

¹¹ Source: OCDE – Science, Technology and Industry Score Board 2009.

¹² OECD– Science, Technology and Industry Score Board 2009.

- (98) En particulier un fort écart entre offre et demande du capital-risque est observé pour le stade d'amorçage et démarrage. En particulier, on remarque une stagnation du nombre d'entreprises financées par le capital risque (hors expansion) autour de 400 entreprises en France (dans la période 2004-2009) et une baisse continue des capitaux levés par le capital risque (hors expansion) depuis 2007 (de € 1145 millions à € 727 millions en 2009)¹³. En phase d'amorçage seulement 2 fonds ont levé du capital en 2010, ce qui montre qu'il ya de moins en moins de ressources disponibles pour les jeunes entreprises innovantes. L'insuffisance du capital-risque à ce stade de développement d'entreprises innovantes est illustrée par la taille moyenne des tickets du capital-risque en phase de démarrage. Le ticket moyen investi sur la période 2006-2008 est de 1,6 million d'euros en France contre 1,9 million d'euros au Royaume-Uni.¹⁴
- (99) Enfin, le nombre des investisseurs providentiels, qui interviennent dans les premières phases de croissance des entreprises, et leur capacité de financement reste médiocre. La capacité globale de leur financement, évaluée à 60 millions d'euros¹⁵, reste très faible par rapport au montant apporté par ceux-ci aux États-Unis, évalué à 13 milliards d'euros. Leur nombre reste limité en France, ils seraient de l'ordre de 4000 (en 2010) avec des apports de l'ordre de € 200 000, qui sont très insuffisants pour répondre aux besoins des jeunes entreprises innovantes.
- (100) Les autorités françaises ont indiqué qu'en France, l'écart de performances entre les différents segments du capital investissement est encore plus contrasté qu'ailleurs: le taux de rendement interne net à fin 2008¹⁶ est 1,3% pour le capital-risque en phases d'amorçage et de démarrage alors qu'il atteint 10,8% pour le capital d'expansion et 17,9% pour le *Buy-out* ce qui montre que les investissements en phase de démarrage restent très peu profitables
- (101) En conclusion, la comparaison internationale montre que les ressources apportées par le capital-risque aux entreprises en phases d'amorçage et de démarrage sont insuffisantes au regard du poids économique de la France, en raison notamment de leur faible rentabilité. Les montants investis, comme les tickets moyens investis, qu'ils proviennent des investisseurs professionnels ou des *business angels*, restent inférieurs en France aux niveaux observés au Royaume-Uni ou aux États-Unis.¹⁷
- (102) Les autorités françaises ont également montré la difficulté d'accès des entreprises innovantes aux marchés financiers en particulier vis-à-vis les entreprises européennes. La difficulté d'accès aux marchés financiers est encore plus importante sur le secteur des biotechnologies. A titre d'exemple, Alternext¹⁸ recensait en 2010, 125 entreprises cotées pour une capitalisation totale de € 4,2 milliards alors que son homologue britannique, AIM, comptait 1243 entreprises cotées pour une capitalisation totale de € 71 milliards. Dans la même période en Allemagne si l'on considère uniquement la capitalisation des sociétés biotechnologiques elle était de \$ 22 milliards.¹⁹ A ce jour Alternext n' a pas permis de générer une offre des capitaux privés suffisante pour

¹³ Source: Association française des investisseurs en capital (AFIC). Activité 2009.

¹⁴ Source: Association française des investisseurs en capital (AFIC).

¹⁵ Montant global investi par des *business angels* appartenant à des réseaux associatifs de *business angels*.

¹⁶ Calculé à fin 2008 sur l'ensemble des fonds constitués sur la période 1988-2008, en retenant les fonds ayant plus de 2 ans d'existence.

¹⁷ Source: Panorama des biotechnologies en France, France Biotech, septembre 2007.

¹⁸ Branche de NYSE Euronext créé en 2005 pour répondre aux besoins des PME.

¹⁹ Source: Panorama des biotechnologies en France, France Biotech, septembre 2007.

répondre aux besoins des PME en France notamment des entreprises des secteurs technologiques.

- (103) Dans ce cadre, l'activité du FNA entraînera d'une façon générale une augmentation de l'offre de capital investissement à ces entreprises. Elle va également contribuer à créer et développer un environnement économique favorable aux entreprises innovantes à fort potentiel de croissance, en favorisant le développement de fonds de capital investissement pouvant apporter des fonds propres et un accompagnement stratégique à ces entreprises principalement dans les premières phases de leur croissance.

5.1.2. Caractère approprié de l'instrument

- (104) Un élément important du critère de mise en balance consiste à déterminer si une aide d'État de capital-investissement peut être considérée comme un instrument approprié pour promouvoir les investissements privés en capital-investissement. Dans son appréciation détaillée, la Commission tiendra tout particulièrement compte des éventuelles analyses d'impact de la mesure. Lorsque l'État membre a envisagé d'autres options et que les avantages du recours à un instrument sélectif tel qu'une aide d'État ont été établis et communiqués à la Commission, la mesure est appropriée. La Commission examinera également tout élément établissant que d'autres mesures ont été prises ou doivent être prises pour remédier au déficit de fonds propres, notamment des évaluations *ex post* ainsi que les problèmes d'offre et de demande affectant les PME ciblées, afin de voir quelle est leur interaction avec la mesure proposée.
- (105) Les autorités françaises ont expliqué que des mesures politiques autres que les aides d'État ont été envisagées en première intention pour remédier au déficit de fonds propres des jeunes PME technologiques et innovantes. Cependant, il apparaît rapidement que de telles mesures, qui seraient fondées sur une approche d'investisseur avisé, ne parviennent pas à atteindre la population d'entreprises visées par le FNA. En effet, la performance actuelle du capital risque (rentabilité nulle voire négative pour des investissements de plus de 10 ans) le rend très peu attractif pour les investisseurs. Les investissements d'amorçage, qui correspondent à la phase la plus risquée du capital risque sont encore moins attractifs. Il est apparu rapidement que seule une aide d'État permettrait de remédier au déficit de fonds propres des entreprises visées.
- (106) Les autorités françaises ont effectué l'évaluation de l'efficacité des autres fonds d'amorçages publics en France qui a permis de définir les grands principes de l'intervention du FNA.
- (107) Ensuite, la mesure prévoit une évaluation *ex post* de son efficacité: Elle prévoit le suivi des investissements dans les fonds, assuré par CDC Entreprises. Un comité d'évaluation composé de personnalités qualifiées, de représentants des ministères chargés des finances, de l'industrie, de la recherche et de l'enseignement supérieur, du Commissariat général à l'investissement, d'OSEO, du Fonds stratégique d'investissement et de la Caisse des Dépôts et Consignations, sera chargé du suivi et de l'évaluation de l'ensemble du dispositif mis en place par la mesure. En pratique, les gestionnaires des fonds devront communiquer à CDC Entreprises des rapports trimestriels et annuels sur les activités et la situation du fonds sur la base des indicateurs financiers définis dans le cadre du FNA.
- (108) CDC Entreprises devra communiquer à l'État des rapports trimestriels et annuels comportant des informations sur:

- l'état d'avancement des projets d'investissement;
- l'actualisation du calendrier prévisionnel de décaissement des montants souscrits par l'État;
- le bilan des montants appelés et des montants déjà investis; et
- les résultats des indicateurs sur la base des informations reçues des gestionnaires des fonds.

(109) La Commission peut donc conclure que l'aide en question est une mesure appropriée pour atteindre les objectifs visés.

5.1.3. Effet incitatif et nécessité de l'aide

(110) L'effet incitatif des aides au capital-investissement est établi si les décisions d'investissement sont motivées par la recherche d'un profit et si la mesure est gérée dans une optique commerciale. Le point 5.2.3 des Lignes Directrices explique que les mesures qui satisfont toutes les conditions énoncées à la section 4 des Lignes Directrices ont un effet incitatif. Toutefois, l'effet incitatif des mesures examinées sous la section 5 s'avère moins évident et la Commission prend pour cela en compte des critères additionnels. La Commission analyse tout d'abord comment la mesure notifiée s'écarte des conditions prévues à la section 4. Elle évalue ensuite si les critères supplémentaires pour l'appréciation détaillée de l'aide sont respectés.

(111) Comme indiqué supra, afin de garantir l'effet incitatif de la mesure sur les investisseurs privés, des objectifs seront fixés aux gestionnaires à deux niveaux :

- participation des investisseurs privés dans les fonds; et
- participation des investisseurs privés dans les tours de financement des entreprises investies par les fonds.

5.1.3.1. Gestion commerciale

(112) En vertu du point 5.2.3.1 des Lignes Directrices, dans le cas d'appréciation détaillé, la Commission considérera comme un élément positif le fait que la mesure ou le fonds de capital-investissement soit géré par des professionnels issus du secteur privé ou par des professionnels indépendants choisis en vertu d'une procédure transparente et non discriminatoire, idéalement par appel d'offres ouvert, et possédant une expérience et des compétences confirmées en matière d'investissement sur les marchés de capitaux.

(113) La Commission remarque que les investisseurs privés procéderont à l'évaluation des projets de fonds et prendront leur décision d'investir ou non dans le fonds, de manière indépendante de la décision d'investissement de CDC Entreprises. En parallèle, CDC Entreprises mènera son propre processus d'évaluation des projets de fonds et, sur la base de sa propre appréciation de la qualité du projet (qualité de l'équipe, qualité du flux d'affaires, pertinence de la stratégie au regard des objectifs du FNA...), prendra une décision d'investir ou non dans le fonds. Au moment de prendre la décision finale, CDC Entreprises appréciera la réussite des gestionnaires dans leurs efforts pour faire venir des investisseurs tiers, qu'ils soient privés ou publics.

(114) Les gestionnaires des fonds vont être évalués et sélectionnés sur la base de leur capacité à accéder à un flux d'entreprises en phase d'amorçage ou de démarrage; la

pertinence de la politique d'investissement proposée en termes de stratégie de financement et refinancement des entreprises et capacité à répondre aux besoins de financement des entreprises; et la capacité à mobiliser des cofinancements; et atteindre une taille suffisante (dimension de l'équipe, nombre d'investissements visés, capacité de refinancement recherchée).

- (115) En ce qui concerne le rôle des investisseurs privés dans les décisions d'investissements dans les entreprises, la Commission constate que les fonds seront gérés par les sociétés des gestions privés, indépendant du FNA, qui eux même ont l'intérêt d'investir comme un investisseur privé. Ces gestionnaires mettent en application la politique d'investissement qui est définie dans le règlement du fonds et validée par les investisseurs. Ils agissent, en tant que sociétés privées, dans une logique de rentabilité et de maximisation du profit.
- (116) De toute façon dans chaque investissement il y aura toujours une participation des investisseurs indépendants partageant exactement les mêmes risques et bénéfices des investisseurs publics, ce qui renforce le caractère commercial des choix d'investissements.
- (117) Concernant CDC Entreprise, la France a souligné que ce gestionnaire a mis en place une organisation et des procédures répondant aux meilleurs standards, notamment en matière de gouvernance, de protection des souscripteurs, de déontologie, de lutte anti-blanchissement et d'information des souscripteurs. Elle met en œuvre les meilleures pratiques du capital investissement et par son expertise développée au fil des années, elle contribue à la diffusion des meilleures pratiques.
- (118) La Commission peut donc conclure que la mesure, en vue de sa conception et de la structure des investissements, garantit une gestion commerciale des investissements.

5.1.3.2. Présence d'un comité d'investissement

- (119) Un autre élément positif selon point 5.2.3.2 des Lignes Directrices est l'existence d'un comité d'investissement indépendant de la société de gestion du fonds et composé d'experts indépendants provenant du secteur privé ayant une expérience significative dans le secteur ciblé et, de préférence, de représentants des investisseurs ou des experts indépendants choisis en vertu d'une procédure transparente et non discriminatoire, de préférence par appel d'offres ouvert.
- (120) Au niveau du FNA, le comité de pilotage où les investisseurs privés sont représentés contribue à la sélection des fonds et à la définition de la politique d'investissement. Au niveau des fonds, le comité consultatif d'investissement et le comité des investisseurs assureront la participation privée dans le processus décisionnel. A côté des investisseurs privés ces comités seront aussi assistés par des experts indépendants compétents dans le secteur visé.
- (121) La Commission considère la présence de ces comités positivement dans sa mise en balance.

5.1.3.3. Taille de la mesure/du fonds

- (122) En vertu du point 5.2.3.3 des Lignes Directrices, la Commission considérera comme un élément positif le fait que la mesure soit dotée d'un budget d'investissement d'une taille

suffisante pour réaliser des économies d'échelle au niveau de la gestion administrative du fonds ainsi que la possibilité de diversifier les risques grâce à un portefeuille comportant un nombre suffisant d'investissements. La taille du fonds doit être de nature à garantir la possibilité d'absorber les coûts de transaction et/ou de financer les phases ultérieures, plus rentables, de financement des entreprises cibles.

- (123) Le FNA sera doté de 400 millions d'euros apportés par l'État et pourrait financer de l'ordre de 20 fonds pour un montant de financement public compris entre 5 et 35 millions d'euros (limite déduite des seuils de risques généralement admis). La taille prévisionnelle des fonds devrait se situer entre 20 et 80 millions d'euros. Selon les autorités françaises, il est cependant difficile de prévoir de manière fiable, à un horizon de 4 à 5 ans (période d'investissement) le nombre et la nature des fonds qui seront financés par le FNA sans limiter les marges de manœuvre de l'investisseur initial qui doit avoir l'objectif de la rentabilité à long terme.
- (124) La Commission constate que la taille des fonds est suffisante, le risque est suffisamment diversifié, et elle garantit la possibilité d'absorber les coûts de transaction et de financer les phases ultérieures, plus rentables, des entreprises.

5.1.4. *Présence d'investisseurs providentiels ("business angels")*

- (125) En ce qui concerne les mesures ciblant le capital d'amorçage, compte tenu du niveau plus prononcé de défaillance du marché, la Commission considérera favorablement la participation directe ou indirecte d'investisseurs providentiels.
- (126) Les fonds investiront dans les entreprises de préférence avec d'autres investisseurs. En particulier, dans les phases d'amorçage, les fonds pourront intervenir dans un tour de financement aux côtés des investisseurs providentiels, d'autres organismes ou fonds. En plus, un des critères de sélection des fonds est la capacité à mobiliser des cofinancements.
- (127) En conclusion, la Commission est assurée que la mesure prévoit des éléments qui encouragent la participation des investisseurs privés, inclus les investisseurs providentiels, soit dans les fonds, soit dans les entreprises.

5.1.5. *Proportionnalité*

- (128) D'après point 5.4.2 des Lignes Directrices, l'aide n'est compatible que si elle se limite au minimum nécessaire. La façon dont cette proportionnalité sera assurée dépendra nécessairement de la forme de la mesure en cause. Toutefois, la mesure ne sera pas considérée comme proportionnée en l'absence de tout mécanisme permettant de vérifier que les investisseurs ne reçoivent pas une rémunération excessive ou lorsque le secteur public supporte intégralement le risque de pertes et/ou lorsque les bénéfices sont entièrement réservés aux autres investisseurs.
- (129) En ce qui concerne les investisseurs tiers dans les fonds, le FNA investira *pari passu* avec les co-investisseurs, les investisseurs publics et privés partageant la même stratégie d'investissement, les mêmes risques et les mêmes possibilités de rémunération et étant placés au même niveau de subordination. Il n'y a donc pas à ce niveau de risque que la mesure donne des avantages disproportionnés aux investisseurs.

- (130) Au niveau des gestionnaires, la Commission n'a pas pu exclure l'existence d'aide au niveau du gestionnaire du FNA (CDC Entreprise), vu notamment l'absence d'une procédure d'appel d'offres publique pour le sélectionner. Les autorités françaises ont indiqué que CDC Entreprise a été choisi d'après son expérience dans la gestion des fonds. Depuis sa création en 1994, CDC Entreprises s'est vue confier la gestion de plusieurs fonds de fonds, financés par différents institutions et notamment par l'État.
- (131) En ce qui concerne la rémunération de CDC Entreprises, pendant le période d'investissement, elle recevra une commission égale à [...] % des engagements hors taxes par an de la somme totale des engagements. Selon les autorités françaises, ces conditions sont inférieures aux conditions de marché car les activités de fonds de fonds sont habituellement rémunérées entre [...] % et [...] % des engagements. Néanmoins, cette rémunération permettra de couvrir les coûts induits par la gestion du FNA. Au-delà de la période d'investissement, un principe de dégressivité sera appliqué mais la rémunération annuelle de CDC Entreprises ne pourra pas être inférieure à [...] euros, qui n'est pas au-dessus du marché, et par conséquent, peut être considérée proportionnelle.
- (132) La Commission peut donc conclure que même si CDC Entreprises n'était pas choisie par un appel d'offres, l'aide d'État éventuelle est limitée au minimum.

5.2. Effets négative de l'aide

5.2.1. Effet d'éviction

- (133) Au niveau du marché de la fourniture de capital-investissement, l'aide d'État peut entraîner une éviction de l'investissement privé. Les investisseurs privés peuvent, de ce fait, être moins enclins à financer les PME cibles et être incités à attendre que l'État octroie des aides pour de tels investissements. Ce risque s'accroît avec le montant de la tranche d'investissement injectée dans l'entreprise, la taille de l'entreprise et l'avancement des phases de développement de l'entreprise, puisque le capital-investissement privé devient progressivement disponible.
- (134) Les autorités françaises ont démontré que les investissements capital-risque ciblant la phase d'amorçage et démarrage sont caractérisés par une rentabilité faible à long terme où les investisseurs ne sont pas rémunérés de manière adéquate au regard des risques pris. Par conséquent, ils se focalisent sur des segments du marché de capital-risque plus attractifs, des segments du capital-expansion et du *Buy-out*.
- (135) Les autorités françaises ont fourni des données sur les principaux fonds d'amorçage existant actuellement sur le marché français, c'est-à-dire les fonds qui réalisent la totalité de leurs investissements initialement en phases d'amorçage ou démarrage. Ils constatent que (i) très peu de ces fonds sont en période d'investissement, donc en capacité d'investir; et (ii) chaque année, un seul nouveau fonds d'amorçage voit le jour, ce qui est très insuffisant pour répondre aux besoins de financement des jeunes pousses (*start-up*) technologiques. A cet égard, un seul fonds d'amorçage a été constitué en 2010 dans lequel CDC Entreprises est co-investisseur.
- (136) La possibilité d'effectuer des investissements de suivi dans certains cas permettra d'éviter la dilution de la participation publique dans les tours de financement et permettra d'assurer la continuité du financement pour les entreprises.

- (137) En plus, la procédure ouverte de sélection des fonds par appel à projets permanent et la publicité qui sera donnée par CDC entreprise assurent la plus grande participation des fonds privés. Un des critères de sélection de ces fonds est leur capacité de mobiliser les ressources des investisseurs privés dans une optique de maximisation de l'effet levier.
- (138) Vu la défaillance du marché déjà démontrée dans la section 5.1.1 *supra*, la Commission peut conclure que l'effet d'éviction est minime.

5.2.2. Autres éléments de distorsion de concurrence

- (139) Autre que l'effet d'éviction, selon point 5.3.2 des Lignes Directrices, la Commission doit examiner s'il y a des autres éléments qui résultent en distorsion de concurrence. Dans son analyse de ces risques, la Commission examinera notamment a) la rentabilité globale des entreprises destinataires des investissements au fil du temps et leurs perspectives de rentabilité future; b) le taux de faillite des entreprises visées par la mesure; c) la taille maximum d'une tranche d'investissement qu'envisage la mesure, par rapport au chiffre d'affaires et aux coûts des PME cibles; et d) la surcapacité du secteur bénéficiant de l'aide.
- (140) En ce qui concerne la rentabilité des entreprises cibles, quand elles reçoivent l'investissement initial, elles sont des petites entreprises non cotées dans les phases d'amorçage ou de démarrage, de moins de 8 ans et innovantes. Les autorités françaises ont fourni leur résumé d'expérience des programmes similaires des fonds d'amorçage créés depuis 1999. Selon ce résumé, les entreprises ciblées ont eu un développement modéré, sans une véritable rentabilité pour les fonds d'investissement concernés.
- (141) S'agissant du taux de faillite des entreprises, il peut être estimé en première approche sur la base de taux de faillite des « Jeunes Entreprises Innovantes » (JEI) qui sont des jeunes entreprises qui consacrent au moins 15% de leurs charges à des dépenses de R&D.²⁰ Les 3300 entreprises qui ont bénéficié de ce régime sont identifiées et leurs trajectoires micro-économiques sont analysées par le département statistique du Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie. Le taux de survie observé pour ces entreprises à 5 ans de leur création est de 92%.
- (142) Les entreprises visées par la mesure en objet sont de création récente; elles sont encore en phase de démonstration de leur innovation; leur marché peut ne pas être encore complètement défini lors de l'investissement initial du fonds; elles n'ont pas commercialisé leur produit ou service et n'ont donc pas encore une position sur le marché; elles ne sont pas rentables et les perspectives de rentabilité future vont de 18 mois à plusieurs années. Les entreprises ciblées seront, parmi les JEI, les entreprises les plus jeunes et présentant le plus fort potentiel de croissance et, par conséquent le profil le plus risqué, avec un taux de faillite plus important.
- (143) Selon les autorités françaises, une enquête menée auprès d'un panel de gestionnaires de fonds ayant réalisé des opérations d'investissement à l'amorçage, montre que le taux de défaillance observé sur les portefeuilles de ces fonds est globalement inférieur à 30%. Ce taux de défaillance recouvre des cas d'entreprises effectivement en faillite, mais aussi des cas d'entreprises qui subsistent mais ne sont plus financées par le fonds car elles ne sont pas parvenues à atteindre le modèle de forte croissance recherché (par

²⁰ Elles bénéficient du régime N190/2003 - Aides aux projets de R&D portés par des jeunes entreprises innovantes, approuvé le 25 juillet 2003 par la Commission européenne.

exemple, des entreprises qui se sont réorientées vers une offre de services plutôt qu'un développement de produit). Vu le profil des entreprises ciblées, qui présentent un risque de défaillance encore plus élevé, vu le secteur d'activité et la phase d'investissement, la Commission considère que la distorsion de la concurrence est très limitée.

- (144) Le caractère distorsif de la mesure est en plus limité par la taille de tranches limitées des investissements du fonds à 2,5 millions d'euros par 12 mois et par la limite de financement total par entreprise, environ 8 millions d'euros maximum.
- (145) En ce qui concerne la surcapacité du secteur bénéficiant de l'aide, malgré que les autorités françaises n'aient pas fournis des données spécifiques, il est très peu probable que les secteurs prioritaires technologiques soient en surcapacité. En général, l'investissement dans ces secteurs est considéré insuffisant.
- (146) Pour conclure, la Commission trouve que les éléments de la mesure autre que l'effet d'éviction qui pourraient comporter une distorsion de la concurrence sont très limités.

5.3. Cumul

- (147) Comme expliqué à la section 2.5 *supra*, l'État français s'engage à respecter les règles de cumul telles que détaillées au point ci-dessus, en accord avec le point 6 des Lignes Directrices.

5.4. Contrôle et engagements

- (148) Comme expliqué en détail à la section 2.6 *supra*, l'État français s'engage à soumettre des rapports annuels à la Commission comportant les informations requises en vertu du point 7.1 des Lignes Directrices, et s'engage à publier sur Internet le texte intégral du régime d'aide ainsi qu'à tenir pendant 10 ans au moins des registres détaillés sur l'octroi de toutes les aides en faveur du capital investissement.

5.5. Mise en balance

- (149) Sur la base des éléments d'appréciation positifs et négatifs susmentionnés, la Commission met en balance les effets de la mesure de capital-investissement et déterminera si les distorsions qui en résulteraient sont de nature à altérer les conditions des échanges dans une mesure contraire à l'intérêt commun.
- (150) La Commission reconnaît l'importance des investissements de suivi dans des entreprises cibles qui ont déjà reçu des apports de fonds propres aidés au cours de leur phase de départ afin de financer des tours de financement dans une proportion pouvant même être supérieure aux tranches d'investissement maximum et aux financements reçus par les entreprises au cours de leurs premières phases de croissance, jusqu'au désengagement de l'investissement initial. Cela peut être nécessaire afin d'éviter la dilution de la participation publique dans ces tours de financement tout en assurant la continuité du financement pour les entreprises, de sorte que tant les investisseurs publics que les investisseurs privés puissent pleinement tirer parti des investissements à risque.
- (151) En ce qui concerne le fait que la mesure proposée prévoit la possibilité de réinvestissement dans des entreprises cibles, même si elles sont devenues de taille moyenne entre temps, la Commission estime que la nécessité et les effets positifs de ces mesures sont plus significatifs que les effets négatifs potentiels. En effet, le

réinvestissement peut permettre un vrai développement des entreprises dans lesquelles les fonds investissent. En plus ces financements seront plafonnés au maximum des tranches d'investissement prévus par la mesure réduisant les effets négatifs sur le marché.

(152) Eu égard aux éléments qui précèdent, la Commission estime que les effets positifs de l'aide l'emportent sur ses effets négatifs.

6. CONCLUSION

(153) La Commission conclut que la mesure notifiée est compatible avec les Lignes Directrices car elle est appropriée, proportionnelle et ses effets positifs l'emportent sur les effets négatifs potentiels.

7. DÉCISION

(154) La Commission décide que l'aide notifiée est compatible avec le Traité sur le fonctionnement de la Union européenne, en application du point c de son article 107(3).

(155) Cette appréciation positive comporte l'obligation de transmettre à la Commission un rapport annuel sur la mise en œuvre du régime, et de lui notifier tout changement éventuel apporté au dispositif.

Dans le cas où cette lettre contiendrait des éléments confidentiels qui ne doivent pas être divulgués à des tiers, vous êtes invités à en informer la Commission, dans un délai de quinze jours ouvrables à compter de la date de réception de la présente. Si la Commission ne reçoit pas une demande motivée à cet effet dans le délai prescrit, elle considérera que vous êtes d'accord avec la communication à des tiers et avec la publication du texte intégral de la lettre dans la langue faisant foi, sur le site Internet:

http://ec.europa.eu/eu_law/state_aids/state_aids_texts_fr.htm

Cette demande devra être envoyée par lettre recommandée ou par télécopie à:

Commission européenne
Direction générale de la Concurrence
Greffe Aides d'État
B-1049 Bruxelles
Télécopie n°: +32 2 296 12 42

Veuillez croire, Monsieur le Ministre, à l'assurance de ma haute considération.

Par la Commission

Joaquín ALMUNIA
Vice-président