

Rapport spécial

# Instruments de capital-risque de l'UE en gestion centralisée: un meilleur encadrement s'impose



COUR DES  
COMPTES  
EUROPÉENNE

# Table des matières

	Points
<b>Synthèse</b>	I-IX
<b>Introduction</b>	01-23
Le capital-risque, une branche du capital-investissement	02-07
Intervention de la Commission sur le marché du capital-risque	08-10
Le marché du capital-risque en Europe	11-15
Comment fonctionnent les instruments de l'UE en gestion centralisée?	16-21
Le rôle du Fonds européen d'investissement	22-23
<b>Étendue et approche de l'audit</b>	24-26
<b>Observations</b>	27-110
Faiblesses dans les évaluations ex ante et ex post	27-46
Les instruments ne s'appuyaient pas sur une évaluation appropriée des besoins du marché	29-36
Démonstration insuffisante de l'impact des instruments de l'UE	37-46
<b>La Commission ne disposait pas d'une stratégie d'investissement globale</b>	47-80
L'approche axée sur la demande ne favorise pas le développement des marchés de capital-risque ou des secteurs d'activité moins développés	48-63
Le marché du capital-risque de l'UE n'est pas suffisamment attrayant pour les investisseurs privés	64-73
Le recours à plusieurs instruments pour acheminer l'aide de l'UE vers le marché du capital-risque est source de complexité	74-80

## **Le FEI est un investisseur fondamental, mais sa gestion des instruments de l'UE peut être rationalisée** 81-110

Le FEI est un acteur important 82-85

Les instruments de l'UE en gestion centralisée font double emploi avec d'autres instruments gérés par le FEI au lieu de les compléter 86-95

Le FEI a éprouvé des difficultés à se désengager des fonds bénéficiant du concours de l'UE 96-101

Les commissions versées au FEI ne sont ni totalement transparentes ni conçues pour permettre d'atteindre les objectifs stratégiques 102-110

## **Conclusions et recommandations** 111-121

Évaluation des instruments de l'UE 112-113

Élaboration d'une stratégie d'investissement englobant tous les aspects 114-116

Mise en œuvre des instruments de l'UE 117-121

## **Annexes**

**Annex I — Structure caractéristique d'un fonds de capital-risque**

**Annex II — Le produit de fonds propres du volet «PME» de l'EFSI**

**Annex III — Composition des commissions de gestion versées par la Commission au FEI, par instrument**

## **Acronymes et abréviations**

## **Glossaire**

## **Réponses de la Commission**

## **Équipe d'audit**

## **Calendrier**

# Synthèse

**I** Le capital-risque est axé sur le financement, à un stade précoce de leur développement, de petites entreprises innovantes dont le potentiel de croissance est jugé élevé. Il est souvent considéré comme un catalyseur pour la création d'emplois et pour la croissance économique. Depuis plus de 20 ans, l'Union européenne (UE) fournit du capital-risque à des petites et moyennes entreprises pour les aider à faire décoller leur projet. Elle encourage également la mise en place d'un écosystème européen du capital-risque qui soit durable.

**II** Nous avons décidé de nous pencher sur les marchés du capital-risque du fait de l'implication croissante de l'UE dans ce domaine d'action que nous n'avions jamais examiné auparavant. Nous avons audité la mise en œuvre, par la Commission, des instruments de capital-risque en gestion centralisée. Nous avons apprécié si la conception de ces instruments était étayée par des analyses d'impact et des évaluations et s'ils avaient été correctement mis en œuvre. Nous avons également vérifié s'ils faisaient l'objet d'une stratégie d'investissement globale.

**III** L'audit a porté sur les six instruments en gestion centralisée qui ont été mis en place depuis 1998, ainsi que sur le futur instrument qu'il est proposé d'établir pour le prochain cadre financier pluriannuel (2021-2027). Nous avons examiné les documents pertinents et nous sommes entretenus avec des agents de la Commission et du Fonds européen d'investissement (FEI), des parties prenantes des secteurs public et privé et des universitaires. Nous avons en outre réalisé des enquêtes auprès de gestionnaires de fonds de capital-risque.

**IV** Nous avons constaté que la Commission avait renforcé son soutien au marché du capital-risque sans bien évaluer les besoins du marché pour tous les instruments ou la capacité d'absorption. Nous n'avons en outre guère trouvé d'éléments probants démontrant l'impact de son soutien.

**V** La stratégie d'investissement de la Commission n'englobait pas tous les aspects, et les marchés de capital-risque et secteurs d'activité moins développés n'ont guère bénéficié de l'aide des instruments de l'UE gérés de manière centralisée.

**VI** La Commission et les autres investisseurs (publics et privés) participent sur un pied d'égalité aux fonds de capital-risque, partageant les pertes et les profits (suivant le principe *pari passu*). La faible rentabilité de leurs investissements dans ce domaine est l'une des raisons expliquant l'intérêt limité des investisseurs privés pour le capital-

risque européen. Or, la Commission, qui autorise déjà le partage inégal des bénéfices et des pertes dans le cas des investissements sociaux, n'a pas encore étudié la possibilité de céder aux investisseurs privés le retour sur investissement obtenu par l'UE.

**VII** Le FEI gère des fonds essentiellement pour la Commission, pour la Banque européenne d'investissement et pour des organismes nationaux. Il est devenu un acteur important du marché européen du capital-risque. Toutefois, ses procédures doivent être rationalisées, le délai d'approbation des demandes de financements étant parfois supérieur à 12 mois. La politique du FEI en matière d'attribution des contrats doit être mise à jour et améliorée. Nous avons constaté que le FEI avait rencontré des difficultés pour clôturer les mandats arrivés à expiration.

**VIII** Enfin, la Commission ne collecte pas d'informations sur les coûts réels supportés par le FEI pour mettre en œuvre les instruments de l'UE en gestion centralisée. Nous avons constaté que les commissions de démarrage qu'elle a versées au FEI pour le lancement des nouveaux instruments avaient augmenté au fil du temps, et qu'aucune économie n'était réalisée grâce aux synergies ou au savoir-faire susceptibles d'avoir été développés par le FEI au cours des vingt dernières années. Nous avons également constaté que les commissions versées n'étaient pas entièrement pensées pour inciter à poursuivre les objectifs généraux des fonds.

**IX** Nous adressons à la Commission plusieurs recommandations visant à accroître la valeur ajoutée des instruments de l'UE sur le marché du capital-risque. Nous recommandons à la Commission:

- i) d'effectuer les analyses nécessaires pour améliorer l'évaluation des instruments de l'UE;
- ii) d'élaborer une stratégie d'investissement englobant tous les aspects;
- iii) d'engager un dialogue avec le FEI afin qu'il rationalise sa gestion des instruments de l'UE.

# Introduction

**01** Le capital-risque peut catalyser l'innovation, la création d'emplois et la croissance économique. Un marché du capital-risque dynamique peut donc procurer des avantages économiques directs. En effet, la corrélation entre l'innovation, l'entrepreneuriat, le capital-risque et la croissance économique est reconnue par les experts et les parties prenantes au sein de l'UE, y compris la Commission.

## Le capital-risque, une branche du capital-investissement

**02** Le capital-risque est un type de capital-investissement axé sur le financement, à un stade précoce de leur développement, de petites entreprises innovantes et émergentes ou de jeunes entreprises (*start-ups*) dont le potentiel de croissance est jugé élevé. Ces entreprises démarrent souvent à partir d'une simple idée et selon un modèle commercial qui n'a pas encore fait ses preuves, ce qui suppose une large part de risque. Toutefois, si l'idée et le modèle commercial s'avèrent être un succès, elles peuvent au final générer des retours sur investissement élevés, auquel cas le rendement à long terme du capital-risque et du capital-investissement surclasse celui des investissements traditionnels.

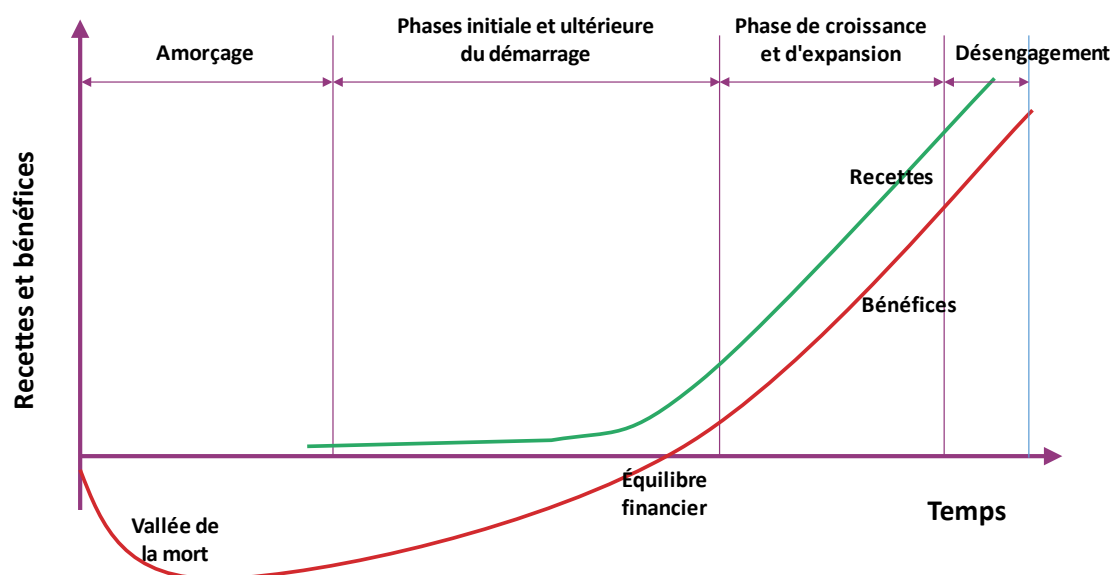
**03** Les entreprises innovantes et émergentes et les jeunes entreprises ont besoin de fonds pour développer la nouvelle technologie ou l'innovation dont elles sont porteuses, alors qu'elles affichent des résultats assez faibles au départ. Elles peuvent donc avoir du mal à obtenir un financement suffisant auprès des banques, parce qu'elles peinent à fournir les niveaux de garantie exigés. Les investisseurs en capital-risque viennent combler le déficit de financement car ils sont disposés à accepter davantage de risques que les banques, du fait des perspectives de rendement ou pour des motifs stratégiques.

**04** Les nouvelles entreprises passent par différentes phases de développement, comme l'illustre la [figure 1](#).

- La phase d'amorçage: le capital d'amorçage est utilisé pour financer des activités préliminaires comme l'étude de marché, la recherche de produits et l'élaboration du plan d'entreprise. Il est apporté, pour l'essentiel, par le(s) propriétaire(s) de l'entreprise, des investisseurs providentiels (*business angels*) et/ou par des amis et des membres de la famille.

- Les phases initiale et ultérieure du démarrage: des capitaux supplémentaires sont requis pour élaborer le modèle commercial et le mettre en œuvre. C'est essentiellement à ce stade que les investisseurs en capital-risque (ou «sociétés de capital-risque») interviennent. Vers la fin de cette étape, les entreprises florissantes commencent tout doucement à dégager des bénéfices.
- La phase de croissance et d'expansion: les entreprises florissantes voient leurs recettes et leurs bénéfices augmenter. Si des sociétés de capital-risque ont investi dans ces entreprises, elles chercheront dès lors à vendre leur participation (ou à «se désengager») pour percevoir un retour sur leur investissement.

**Figure 1 – Phases de démarrage et évolution des recettes et des bénéfices**



Source: Cour des comptes européenne.

**05** Les investissements en capital-risque sont généralement réalisés par l'intermédiaire d'un fonds, à savoir une masse de capitaux provenant d'investisseurs multiples (les commanditaires), gérée par un gestionnaire de fonds (le commandité). Les fonds de capital-risque reposent sur le principe de la diversification: ils offrent une vaste exposition au marché grâce à un portefeuille diversifié (en général de 10 à 20 contrats d'investissement), ce qui permet de mieux gérer les risques (voir [encadré 1](#) pour les principales caractéristiques d'un investissement en capital-risque dans l'UE). La structure caractéristique d'un fonds de capital-risque est présentée à l'[annexe I](#).

**06** Les fonds de capital-risque peuvent également apporter une expertise dont les entrepreneurs désireux de faire croître leur entreprise sont généralement demandeurs. Ce soutien précieux peut porter sur des aspects tels que l'affinement de

la stratégie ou la commercialisation de l'innovation, le développement de nouveaux produits et services ou encore l'accompagnement de l'entreprise sur le marché mondial. Une stratégie adaptée et une montée rapide en visibilité sur le marché mondial sont indispensables à la réussite des entreprises de haute technologie et autres jeunes pousses.

### Encadré 1

#### Principales caractéristiques de l'investissement en capital-risque en Europe

- Investissement moyen de 2 à 3 millions d'euros
- Placement financier à long terme (horizon de 10 à 15 ans)
- Placement non liquide (désengagement difficile en l'absence de marché transférable)
- Participation active pour aider les jeunes entreprises en croissance
- Espoir de retour sur investissement élevé associé à un risque élevé et/ou intérêt stratégique
- Versement d'une commission au gestionnaire de portefeuille (20 % de l'investissement)
- Compétences et équipe de gestion spécialisées

**07** Un fonds de capital-risque perçoit un retour sur investissement au moment où sa participation dans une société est vendue (ou lorsqu'il est «désengagé» de celle-ci). Le désengagement s'effectue soit au moyen d'une première offre publique de souscription (OPS) sur le marché boursier, soit par la vente de l'entreprise à un investisseur industriel (vente commerciale), à un autre fonds de capital-risque ou à une société de capital-investissement. Lorsqu'une entreprise détenue en portefeuille n'a plus aucune valeur résiduelle, sa valeur comptable est sortie du bilan conformément aux normes comptables applicables.



## Intervention de la Commission sur le marché du capital-risque

**08** La stratégie Europe 2020 est l'initiative actuelle de l'UE en faveur de la croissance et de l'emploi. Elle met l'accent sur une croissance intelligente, durable et inclusive comme moyen de surmonter les faiblesses structurelles de l'économie européenne, d'en améliorer la compétitivité et la productivité et de jeter les bases d'une économie sociale de marché durable<sup>1</sup>. Le capital-risque étant un catalyseur pour l'innovation, la création d'emplois et la croissance économique, l'UE fournit de l'argent pour permettre aux entreprises européennes d'y accéder plus facilement durant les phases de démarrage et de croissance. Elle encourage également la mise en place, en Europe, d'un écosystème du capital-risque qui soit durable<sup>2</sup>.

**09** Les instruments de l'UE permettent de mobiliser des fonds privés et publics supplémentaires pour fournir une aide financière et ainsi d'optimiser l'efficacité du budget de l'UE. Ces investissements directs dans les fonds de capital-risque proviennent de différents volets du budget de l'Union.

- Les instruments en gestion centralisée sont financés au titre de divers domaines budgétaires tels que ceux des entreprises, de l'industrie et de la recherche. La Commission intervient directement dans la conception et l'élaboration de ces instruments et de leur stratégie d'investissement ainsi que pour déterminer l'ampleur de la contribution de l'UE.
- Les instruments en gestion partagée<sup>3</sup>, utilisés dans le contexte de la politique de cohésion, sont financés par l'intermédiaire des Fonds structurels et d'investissement européens (Fonds ESI). Chaque instrument doit être mis en œuvre dans le cadre d'un programme opérationnel administré par une autorité de gestion dans un État membre, à laquelle incombe la responsabilité de concevoir l'instrument financier et de déterminer sa taille financière.

---

<sup>1</sup> Communication de la Commission «Europe 2020 – Une stratégie pour une croissance intelligente, durable et inclusive» (COM(2010) 2020 final du 3 mars 2010).

<sup>2</sup> [http://www.eif.org/what\\_we\\_do/equity/venture/index.htm](http://www.eif.org/what_we_do/equity/venture/index.htm).

<sup>3</sup> C'est-à-dire gérés en coopération entre la Commission et les États membres.

**10** Bon nombre des facteurs structurels susceptibles de stimuler ou de restreindre le capital-risque dans l'ensemble de l'Europe relèvent encore largement de la compétence exclusive des États membres. Par exemple, les législations fiscales nationales peuvent entraver le développement du marché du capital-risque<sup>4</sup>, celles régissant les sociétés et le travail peuvent freiner le recrutement de personnel, et le cadre réglementaire peut réduire l'appétence au risque des investisseurs et limiter la collecte de fonds<sup>5</sup>.

## Le marché du capital-risque en Europe

**11** Les capitaux levés par les fonds de capital-risque européens sont en augmentation constante depuis 2012. En 2018, leur volume total a atteint 11,4 milliards d'euros, soit son niveau le plus élevé depuis dix ans. Le niveau actuel dépasse celui observé en 2007, avant la crise. La Commission est censée allouer plus de 3,3 milliards d'euros à des investissements en capital-risque de 2014 à 2022.

**12** Comme le montre la *figure 2*, de 2015 à 2017, les organismes publics<sup>6</sup> ont considérablement renforcé leur soutien aux fonds de capital-risque européens. Ce soutien a diminué en 2018. En termes relatifs, c'est en 2010 et en 2011 que la part de financements provenant des organismes publics était la plus élevée. En 2018, ces derniers ont apporté 14 % de l'ensemble des fonds mobilisés, soit beaucoup moins que les deux années précédentes, mais plus qu'en 2007, avant la crise.

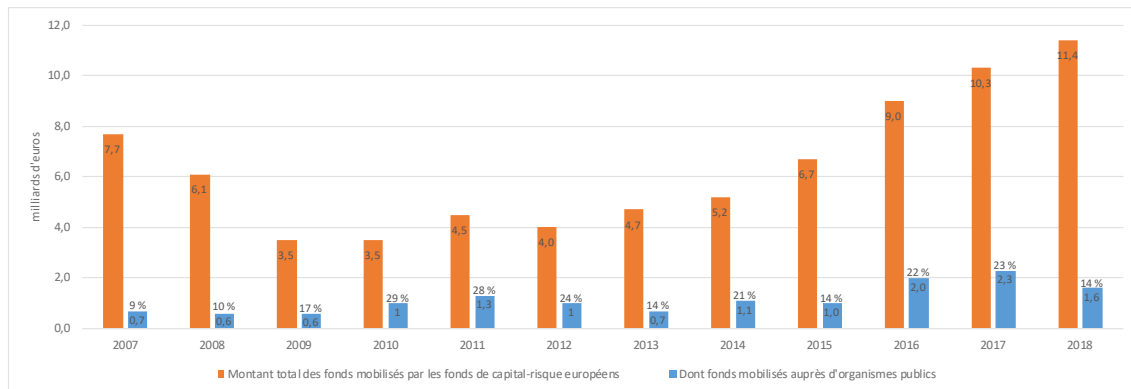
---

<sup>4</sup> Du fait de problèmes liés à la double imposition, d'obstacles administratifs d'ordre fiscal, ou encore de l'incertitude quant au traitement fiscal.

<sup>5</sup> <https://www.investeurope.eu/policy/key-topics/investor-regulation/insurance/>  
<https://www.investeurope.eu/policy/key-topics/investor-regulation/capital-requirements-forbanks/>

<sup>6</sup> Y compris le FEI et la BEI.

**Figure 2 – Part des capitaux publics dans le total des capitaux levés par les fonds de capital-risque européens (en milliards d'euros et en pourcentages)**

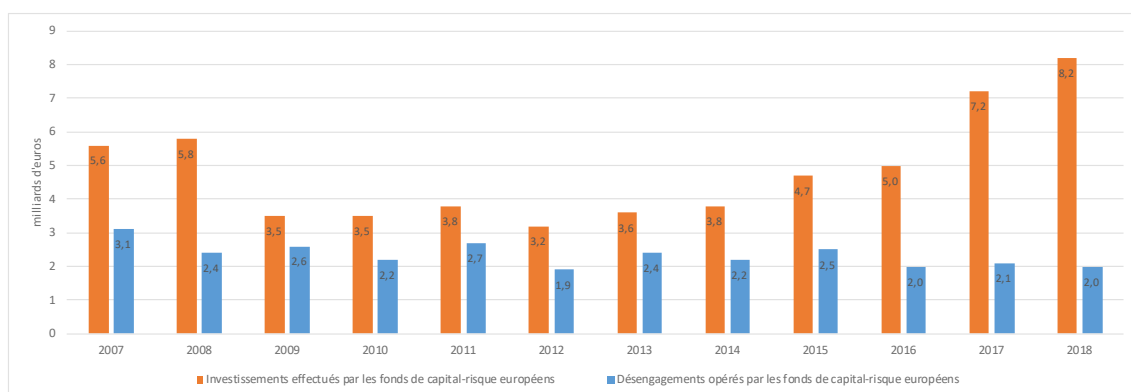


Source: Données communiquées à la Cour des comptes européenne par Invest Europe.

**13** Une tendance similaire se dégage de la [figure 3](#) en ce qui concerne les investissements dans des entreprises. Au cours des dix dernières années, les investissements des fonds de capital-risque européens ont augmenté, atteignant un maximum de 8,2 milliards d'euros en 2018. Qui plus est, leur niveau actuel dépasse celui observé en 2007 avant la crise.

**14** Depuis la crise financière, les désengagements opérés par les fonds de capital-risque européens sont restés relativement stables en nombre et en valeur. En 2018, ils ont touché 1 193 jeunes entreprises, pour une valeur totale de 2,0 milliards d'euros. Ils n'ont toutefois pas renoué avec leur niveau d'avant la crise, ayant porté en 2007 sur 1 629 jeunes entreprises pour une valeur totale de 3,1 milliards d'euros. Voir [figure 3](#).

**Figure 3 – Investissements et désengagements des fonds de capital-risque européens (en milliards d'euros)**



Source: Données communiquées à la Cour des comptes européenne par Invest Europe.

**15** En vingt ans de soutien apporté aux fonds de capital-risque par l'intermédiaire des instruments de l'UE gérés de manière centralisée, la Commission a engagé 1,7 milliard d'euros en faveur de 140 fonds, dont 0,9 milliard d'euros avaient été déboursés à la mi-2018. En moyenne, chacun de ces fonds de capital-risque a investi 3 millions d'euros et permis de créer 48 emplois par entreprise. Les entreprises concernées employaient environ 74 000 personnes au moment où les investissements ont été réalisés.

### **Comment fonctionnent les instruments de l'UE en gestion centralisée?**

**16** La Commission mandate le Fonds européen d'investissement (FEI)/la Banque européenne d'investissement (BEI) pour mettre en œuvre les instruments de capital-risque, contre le versement d'une rémunération convenue. La Commission en conserve la responsabilité globale, sauf dans un cas où la responsabilité est partagée avec le groupe BEI et d'autres organismes. Les instruments de l'UE ont permis de soutenir un grand nombre de jeunes entreprises, dont certaines sont devenues des acteurs majeurs dans leur secteur. L'[encadré 2](#) présente des exemples de risques et d'avantages associés aux investissements réalisés par le FEI dans le cadre des mandats confiés par la Commission.

## Encadré 2

### Exemple de risques et d'avantages liés aux investissements de l'UE en capital-risque

Le FEI a investi 15 millions d'euros dans un fonds de capital-risque axé sur les technologies de l'information et de la communication. À ce jour, le fonds a rapporté 76 millions d'euros au FEI après la vente de certaines entreprises. À la mi-2018, la participation restante (dans les entreprises figurant encore dans le portefeuille du fonds) a été évaluée à 35 millions d'euros. Ce retour sur investissement élevé est, pour l'essentiel, dû à un investissement dans une jeune entreprise florissante en particulier. À la fin de 2018, cette entreprise employait environ 3 600 personnes, dont 43 % dans l'UE.

Le FEI a investi 17 millions d'euros dans un autre fonds de capital-risque opérant dans le même domaine. De 2005 à 2007, ce fonds a réalisé 11 investissements dans de jeunes entreprises. Par la suite, en raison de leur performance insuffisante, le fonds a dû opérer une réduction de valeur ou vendre à perte sa participation dans sept d'entre elles. À la mi-2018, le fonds n'avait remboursé que 4 millions d'euros, et la valeur de la participation restante du FEI était estimée à 0,5 million d'euros. À ce moment, la perte générée par cet investissement s'établissait donc à 12,5 millions d'euros.

**17** Le montant investi au titre des instruments de l'UE en gestion centralisée axés sur le capital-risque a nettement augmenté au cours des dix dernières années, passant de 33 millions d'euros (moyenne de la période 1998-2000) à 458 millions d'euros par an (moyenne de la période 2014-2020).

**18** Ces instruments de l'UE sont conçus pour être utilisés en fonction de la demande, ce qui signifie que leurs financements sont octroyés à la demande des fonds de capital-risque, à condition que ces derniers remplissent les critères d'éligibilité et passent avec succès le processus de vérification préalable et d'approbation. Le [tableau 1](#) présente les six instruments de l'UE axés sur le capital-risque qui font l'objet d'une gestion centralisée suivant ce principe<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Aux fins du présent rapport, nous entendons par «instruments de l'UE en gestion centralisée» les instruments financiers (ESU 1998, ESU 2001, MIC, mécanisme IFE et mécanisme EFG) ainsi que la garantie budgétaire pour le produit de fonds propres du volet «PME» de l'EFSD, tels qu'ils sont mentionnés dans le [tableau 1](#).

**Tableau 1 – Instruments de l'UE en gestion centralisée axés sur le capital-risque**

Instrument financier/garantie budgétaire	Programme	Période de programmation	Financement de l'UE (en millions d'euros) au 31 décembre 2018
Mécanisme européen des technologies start-up (ESU) 1998	Initiative en faveur de la croissance et de l'emploi (C&E) <sup>8</sup>	1998-2000	
Mécanisme européen des technologies start-up (ESU) 2001	Programme pluriannuel pour les entreprises et l'esprit d'entreprise (PPA) <sup>9</sup>	2001-2006	
Mécanisme en faveur des PME innovantes et à forte croissance (MIC)	Programme-cadre pour l'innovation et la compétitivité (PIC) <sup>10</sup>	2007-2013	
Mécanisme de fonds propres pour la croissance (EFG – <i>Equity Facility for Growth</i> )	Programme pour la compétitivité des entreprises et des petites et moyennes entreprises (COSME) <sup>11</sup>	2014-2020	325 <sup>12</sup>
Mécanisme de fonds propres du dispositif InnovFin pour les premières étapes (IFE – <i>InnovFin Equity Facility for Early Stage</i> )	Programme-cadre pour la recherche et l'innovation «Horizon 2020» <sup>13</sup>	2014-2020	
Produit de fonds propres du volet «PME» de l'EFSI	Fonds européen pour les investissements stratégiques (EFSI) <sup>14</sup>	2014-2020	1 270

Source: Analyse de la base juridique effectuée par la Cour des comptes européenne.

<sup>8</sup> Décision 98/347/CE du Conseil du 19 mai 1998 concernant des mesures d'assistance financière aux petites et moyennes entreprises (PME) innovantes et créatrices d'emploi (JO L 155 du 29.5.1998, p. 43).

<sup>9</sup> Décision 2000/819/CE du Conseil du 20 décembre 2000 relative à un programme pluriannuel pour les entreprises et l'esprit d'entreprise, en particulier pour les petites et moyennes entreprises (PME) (2001-2005) (JO L 333 du 29.12.2000, p. 84).

**19** En 2015, les législateurs de l'UE ont adopté un règlement instituant le Fonds européen pour les investissements stratégiques (EFSI) (voir [annexe II](#)). La Commission a confié la gestion de l'EFSI à la BEI, qui a délégué à son tour une partie de cette gestion au FEI<sup>15</sup>. L'EFSI a été créé pour renforcer la capacité de prise de risques, grâce à une garantie de 16 milliards d'euros provenant du budget de l'UE et à une enveloppe de 5 milliards d'euros provenant des ressources propres de la BEI, afin de permettre au groupe BEI (à savoir la BEI et le FEI) d'octroyer davantage de financements. L'EFSI permettra de financer des investissements en capital-risque à hauteur de 2,32 milliards d'euros, ce qui en fait le plus grand des six programmes<sup>16</sup>.

---

<sup>10</sup> Décision n° 1639/2006/CE du Parlement européen et du Conseil du 24 octobre 2006 établissant un programme-cadre pour l'innovation et la compétitivité (2007-2013) (JO L 310 du 9.11.2006, p. 15).

<sup>11</sup> Règlement (UE) n° 1287/2013 du Parlement européen et du Conseil du 11 décembre 2013 établissant un programme pour la compétitivité des entreprises et des petites et moyennes entreprises (COSME) (2014-2020) et abrogeant la décision n° 1639/2006/CE (règlement COSME) (JO L 347 du 20.12.2013).

<sup>12</sup> Ce montant tient compte de la dotation budgétaire au 31 décembre 2018. Celle-ci a pu être modifiée depuis lors étant donné que le mécanisme EFG fait partie d'une ligne budgétaire globale relevant du règlement COSME.

<sup>13</sup> Règlement (UE) n° 1291/2013 du Parlement européen et du Conseil du 11 décembre 2013 portant établissement du programme-cadre pour la recherche et l'innovation «Horizon 2020» (2014-2020) et abrogeant la décision n° 1982/2006/CE [règlement Horizon 2020] (JO L 347 du 20.12.2013, p. 104).

<sup>14</sup> Règlement (UE) 2015/1017 du Parlement européen et du Conseil du 25 juin 2015 sur le Fonds européen pour les investissements stratégiques, la plateforme européenne de conseil en investissement et le portail européen de projets d'investissement et modifiant les règlements (UE) n° 1291/2013 et (UE) n° 1316/2013 – le Fonds européen pour les investissements stratégiques [règlement EFSI] (JO L 169 du 1.7.2015, p. 1). Adopté en 2015, ce règlement ne couvre pas la totalité de la période 2014-2020.

<sup>15</sup> L'EFSI a modifié le rôle du FEI, désormais contractuellement tenu de contribuer financièrement aux deux sous-volets du produit de fonds propres de son volet «PME» (voir [annexe II](#)).

<sup>16</sup> La Cour des comptes européenne a consacré à l'EFSI son avis n° 2/2016 «Proroger et renforcer l'EFSI: une proposition prématurée» et son rapport spécial n° 3/2019 «Fonds européen pour les investissements stratégiques: des mesures s'imposent pour en faire un véritable succès».

**20** En avril 2018, la Commission a lancé le programme paneuropéen de fonds de fonds. Elle a sélectionné conjointement avec le FEI six fonds de fonds européens, dont deux ont déjà signé des conventions. Un fonds de fonds est une masse de capitaux mis en commun par plusieurs partenaires pour investir dans des fonds de capital-risque, qui eux-mêmes investissent dans de jeunes entreprises. Cette structure permet une plus grande diversification des risques, mais elle ajoute une strate administrative supplémentaire. Un montant pouvant atteindre 343 millions d'euros est mobilisé sur le budget des instruments en gestion centralisée, auquel s'ajoutent 67 millions d'euros provenant des ressources propres du FEI. Les six fonds de fonds devraient permettre de lever 1,7 milliard d'euros de capitaux supplémentaires auprès d'autres investisseurs (publics ou privés), le but étant de générer 6,5 milliards d'euros d'investissements dans les jeunes entreprises.

**21** En juin 2018, la Commission a publié sa proposition concernant le nouveau programme baptisé «InvestEU»<sup>17</sup> avec l'ensemble des propositions relatives au prochain cadre financier pluriannuel (2021-2027).

## Le rôle du Fonds européen d'investissement

**22** Le FEI soutient des intermédiaires financiers qui fournissent des financements aux PME dans toute l'Europe. Ses principaux actionnaires sont la BEI (58,6 % du capital) et l'UE, représentée par la Commission (29,7 %), ainsi que d'autres parties prenantes, parmi lesquelles des banques et des institutions financières publiques et privées<sup>18</sup>. Il met en œuvre des instruments de capital-risque, essentiellement pour le compte de tiers tels que l'UE, la BEI (dans le cadre du mandat concernant le capital-risque), des autorités nationales ou régionales ou des investisseurs privés. La *figure 4* donne une vue d'ensemble de la manière dont fonctionnent les instruments de capital-risque de l'UE en gestion centralisée et du rôle joué par le FEI.

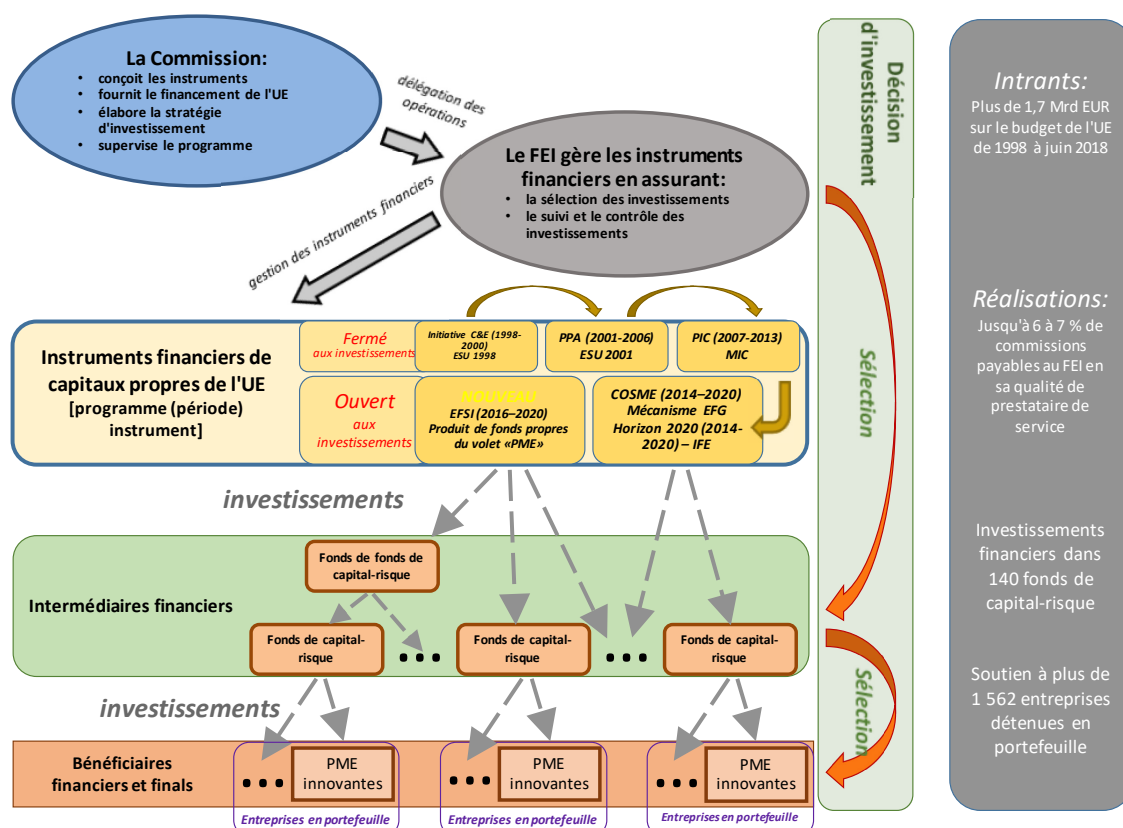
---

<sup>17</sup> Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil établissant le programme InvestEU (COM(2018) 439 final du 6.6.2018).

<sup>18</sup> [http://www.eif.org/who\\_we\\_are/index.htm](http://www.eif.org/who_we_are/index.htm)



**Figure 4 – Structure opérationnelle des instruments de capital-risque de l'UE en gestion centralisée**



Source: Cour des comptes européenne, sur la base des données du FEI.

**23** Le FEI est devenu l'un des acteurs majeurs sur le marché européen du capital-risque. En 2018, il a à lui seul signé, avec des fonds de capital-risque, des accords qui l'engagent à investir 1,4 milliard d'euros.

## Étendue et approche de l'audit

**24** Nous avons décidé de nous pencher sur les marchés du capital-risque du fait de l'implication croissante de l'UE dans ce domaine d'action que nous n'avions jamais examiné auparavant. Nous avons voulu apprécier si la Commission utilisait à bon escient ses instruments de capital-risque. Pour ce faire, nous avons vérifié:

- a) si la Commission avait réalisé des évaluations ex ante, intermédiaires et ex post de qualité satisfaisante;
- b) si la stratégie d'investissement appliquée par l'UE pour octroyer son aide englobait tous les aspects;
- c) si les instruments de l'UE avaient été mis en œuvre de façon adéquate par le FEI.

**25** Nous pensons que notre rapport pourra aider la Commission à mettre en œuvre sa politique de façon plus efficiente et plus efficace. Pour examiner si les instruments avaient été conçus de manière appropriée, nous nous sommes concentrés sur la période 2014-2020. Pour les autres aspects, nous avons tenu compte de tous les instruments de l'UE en gestion centralisée mis en place depuis 1998. Le cas échéant, nous avons également tenu compte du projet de programme InvestEU pour la période 2021-2027.

**26** Pour collecter des éléments probants, nous avons passé en revue la documentation pertinente, y compris un échantillon de documents relatifs au processus de sélection des fonds de capital-risque appliqué par le FEI. Nous nous sommes également entretenus avec des agents de la Commission, du FEI, de la Banque publique d'investissement française et d'Invest Europe<sup>19</sup>, ainsi qu'avec des universitaires et des gestionnaires de fonds. Par ailleurs, nous nous sommes rendus auprès d'associations de capital-risque et de jeunes entreprises, ainsi qu'auprès de banques de développement, de ministères et de fonds de capital-risque au Danemark et en Italie. Enfin, nous avons réalisé deux enquêtes auprès de gestionnaires de fonds de capital-risque.

---

<sup>19</sup> Invest Europe est une association qui représente les secteurs européens du capital-investissement, du capital-risque et des infrastructures, ainsi que les investisseurs de ces secteurs.

# Observations

## Faiblesses dans les évaluations ex ante et ex post

**27** Avant de mettre en place un nouvel instrument, la Commission doit réaliser une évaluation ex ante et/ou une analyse d'impact qui comprenne(nt) une analyse des besoins du marché. L'évaluation et l'analyse doivent aussi porter sur la structure et les besoins de financement des entreprises ciblées par l'instrument et sur les sources de financement disponibles. Grâce à ces informations, la Commission peut estimer le déficit de financement et adapter l'ampleur de son aide en faveur du marché du capital-risque.

**28** Tous les instruments mis en place par l'UE depuis 1998 avaient essentiellement pour objectif d'améliorer l'accès des entreprises au financement, en particulier pour les PME, en soutenant l'esprit d'entreprise et l'innovation. La Commission est tenue d'effectuer des évaluations intermédiaires et/ou ex post pour évaluer l'efficacité de chaque instrument.

### Les instruments ne s'appuyaient pas sur une évaluation appropriée des besoins du marché

**29** Nous avons examiné si et comment la Commission avait déterminé et quantifié le déficit de financement pour les instruments de la période de programmation actuelle (2014-2020). Nous avons également contrôlé si cela avait été fait aussi bien au niveau de l'UE dans son ensemble qu'à celui des États membres. Enfin, nous avons vérifié si le déficit de financement avait été mesuré aux différents stades du cycle de vie d'une entreprise (voir [figure 1](#)).

**30** Nous avons constaté que la Commission avait bien effectué des évaluations ex ante et des analyses d'impact et étudié les besoins du marché en s'intéressant à l'offre et à la demande, mais que sa quantification du déficit de financement était peu détaillée, principalement en raison d'un manque de données. La Commission a par ailleurs fait observer qu'il n'existait pas de consensus dans la littérature scientifique sur la question de savoir si la faiblesse des niveaux d'investissements en capital-risque par rapport au PIB dans la plupart des États membres de l'UE était liée plutôt à l'offre ou

plutôt à la demande; en d'autres termes, si c'était l'offre de capital-risque qui était insuffisante ou s'il n'y avait pas assez d'entreprises dans lesquelles investir<sup>20</sup>.

**31** La Commission a par exemple effectué en 2011 une évaluation ex ante et une analyse d'impact concernant le mécanisme de fonds propres pour la croissance (EFG), qui fait l'objet d'une gestion centralisée. Nous avons constaté que, dans l'étude préparatoire réalisée pour le compte de la Commission, aucune explication n'était fournie à l'appui du déficit de financement estimé<sup>21</sup>.

**32** Pour le mécanisme de fonds propres du dispositif InnovFin (IFE), autre instrument géré de manière centralisée, nous avons constaté que l'évaluation de 2013 a été réalisée alors que la proposition législative avait déjà été présentée et que la Commission, le Parlement et le Conseil avaient déjà débattu d'une enveloppe budgétaire indicative.

**33** Nous avons également constaté que lors de la mise en place de l'EFSI en 2015, la Commission n'a effectué ni évaluation ex ante exhaustive ni analyse d'impact pour estimer le déficit de financement ou les besoins du marché. Elle n'a pas non plus réalisé d'analyse de ce type en 2017, lorsque la garantie de l'Union a été augmentée de 10 milliards d'euros (pour atteindre 26 milliards d'euros) et que la fin de la période d'investissement a été reportée du 31 juillet 2019 au 31 décembre 2020<sup>22</sup>.

**34** Par ailleurs, en 2015, une évaluation spécifique a été réalisée pour le compte de la Commission afin d'étudier la possibilité de recourir à une structure de fonds de fonds<sup>23</sup>. Fondée sur des entretiens avec 105 gestionnaires de fonds de capital-risque, elle a montré que les avis divergeaient sur la situation et sur les besoins du marché du capital-risque. Les évaluateurs n'ont ni quantifié le déficit de financement ni tenu

---

<sup>20</sup> Centre commun de recherche, Science for Policy Report, *Improving access to finance: which schemes best support the emergence of high-growth innovative enterprises?*, p. 12.

<sup>21</sup> Étude réalisée en 2011 par Economisti Associati Srl en collaboration avec EIM Business & Policy Research, The Evaluation Partnership, le Centre for Strategy and Evaluation Services et le Centre for European Policy Studies, annexe A, p. A.13.

<sup>22</sup> Point 26 de l'avis n° 2/2016 «Proroger et renforcer l'EFSI: une proposition prématurée», et point 17 du rapport spécial n° 3/2019 «Fonds européen pour les investissements stratégiques: des mesures s'imposent pour en faire un véritable succès».

<sup>23</sup> Oxford Research Centre for Strategy & Evaluation Services, *Assessing the Potential for EU Investment in Venture Capital and Other Risk Capital Fund of Funds*, octobre 2015.

compte de la question de l'absorption dans leur recommandation concernant la taille financière du fonds de fonds envisagé.

**35** La Commission a déjà terminé son évaluation ex ante/analyse d'impact pour les instruments de capital-risque du futur programme InvestEU, qui couvrira la période 2021-2027. Cependant, le déficit de financement n'a, une fois de plus, pas été quantifié.

**36** Nous pensons que le fait d'augmenter les ressources budgétaires allouées aux fonds de capital-risque (voir [tableau 1](#)) sans quantifier correctement le déficit de financement peut générer un risque de non-utilisation de ces crédits (voir [encadré 3](#)).

### Encadré 3

#### L'augmentation de l'aide publique sans évaluation appropriée de la taille du marché peut entraîner un risque de non-absorption

L'augmentation substantielle des capitaux publics sur le marché du capital-risque peut induire un risque de non-absorption s'il n'y a pas suffisamment: i) de fonds de capital-risque dans lesquels investir; ii) d'investisseurs privés intéressés; iii) de PME à potentiel de croissance dans lesquelles investir.

Une étude réalisée en 2011<sup>24</sup> a montré que l'UE pourrait difficilement investir plus de 300 millions d'euros par an sur la période 2014-2020 en raison des risques de non-absorption. Or, le volume des fonds de l'UE consacrés au capital-risque est déjà proche de ce montant. Pour la période 2014-2020, la valeur moyenne des investissements au titre des instruments de l'UE s'élève à quelque 285 millions d'euros par an (soit 1,989 milliard d'euros sur sept ans). Par ailleurs, les crédits alloués au produit de fonds propres du volet «PME» de l'EFSI ont augmenté de 1,05 milliard d'euros (voir point [07](#) de l'[annexe II](#)).

La nécessité pressante d'absorber les financements s'accompagne d'un risque d'effets d'entraînement. Un volume financier considérable peut inciter à engager rapidement les crédits. Étant donné que les fonds nouvellement créés et les marchés inexplorés requièrent un temps de développement plus long, cette contrainte de rapidité peut entraîner une concentration des crédits sur les marchés et les opérateurs «habituels», la priorité étant accordée aux marchés et aux fonds bien établis. L'étude de 2011 précisait en outre que la pression subie pour engager les fonds pourrait amener à investir dans des entreprises sous-performantes, ce qui, à terme, réduirait inévitablement les retours sur investissement.

<sup>24</sup> Étude réalisée en 2011 par Economisti Associati Srl en collaboration avec EIM Business & Policy Research, The Evaluation Partnership, le Centre for Strategy and Evaluation Services et le Centre for European Policy Studies.

## Démonstration insuffisante de l'impact des instruments de l'UE

**37** Nous avons examiné si les évaluations intermédiaires et ex post réalisées précédemment avaient permis de démontrer l'efficacité du soutien de l'UE en faveur du capital-risque. Des évaluations intermédiaires et ex post appropriées fournissent de précieuses informations en vue de la conception de nouveaux instruments.

**38** Depuis qu'elle a commencé à soutenir le capital-risque, la Commission a publié six évaluations à mi-parcours et deux évaluations finales. D'une manière générale, elle y a rendu compte de réalisations et de résultats tels que le nombre de fonds de capital-risque bénéficiant du concours de l'UE ou le nombre d'entreprises dans lesquelles ces derniers ont investi. Cependant, ces évaluations ne comportaient pas d'analyse de l'impact de l'intervention de l'UE sur le secteur du capital-risque ou de ses effets économiques (notamment en matière de croissance, d'innovation et d'emplois préservés ou créés).

**39** Les deux évaluations ex post ont été réalisées trop tôt. L'évaluation finale relative au mécanisme en faveur des PME innovantes et à forte croissance a par exemple été publiée en 2011. Or, le FEI pouvait approuver les conventions relatives aux sociétés en commandite constituées avec les fonds de capital-risque jusqu'en 2013, et ces derniers disposaient ensuite d'environ cinq ans pour investir dans des entreprises.

**40** L'évaluation intermédiaire du MIC et les évaluations ex post des mécanismes ESU 1998 et ESU 2001 ont pâti de la disponibilité limitée des données.

- Pour les premiers instruments, à savoir les versions 1998 et 2001 du mécanisme européen des technologies start-up, aucun indicateur de performance n'avait été défini. L'évaluation ex post de ces instruments comportait une recommandation invitant à utiliser des indicateurs de performance bien conçus.
- La base juridique du MIC prévoyait des indicateurs et des valeurs cibles, mais qui concernaient principalement les réalisations. Lors de l'évaluation intermédiaire relative au MIC, il a donc à nouveau été recommandé d'élaborer des indicateurs de résultat et d'impact pour permettre une évaluation finale de l'efficacité. La Commission a défini des indicateurs supplémentaires, mais l'évaluation finale n'a pas pu en tenir compte, car elle a été réalisée dans l'année qui a suivi l'évaluation à mi-parcours.

**41** Les évaluations se sont essentiellement appuyées sur des méthodes qualitatives telles que des entretiens et des enquêtes. Cela a permis d'obtenir des informations utiles, qui n'ont toutefois pas été corroborées au moyen de méthodes quantitatives.

**42** Dans les évaluations intermédiaires et finales qu'elle a réalisées, la Commission n'a pas analysé ce qui se serait passé sans le soutien des fonds européens («scénario contrefactuel»). Les évaluateurs n'ont pas comparé le nombre d'emplois créés ou maintenus par les entreprises ayant bénéficié du financement en capital-risque au nombre théorique qui aurait pu être créé en l'absence de ce financement.

**43** En 2011, une analyse contrefactuelle de ce type a été effectuée dans le cadre d'un projet de recherche financé par l'UE<sup>25</sup>. L'analyse a tenu compte du capital-risque provenant de toutes les sources, et pas uniquement de l'UE, et a porté sur des entreprises de sept États membres et d'un pays tiers. Les auteurs ont conclu que, d'une manière générale, les observations semblaient corroborer l'idée que les investisseurs en capital-risque avaient un effet positif notable sur la croissance et la productivité des entreprises, ainsi que sur leur performance en matière d'investissement et d'innovation. Selon l'étude, les investisseurs en capital-risque auraient permis aux entreprises de leur portefeuille de faire mieux que celles qui n'avaient pas bénéficié d'un soutien en capital-risque, et ce même au plus fort de la crise financière en 2008 et 2009. Ils leur auraient apporté les ressources et les compétences nécessaires pour réajuster rapidement leur offre de produit/de marché durant la crise mondiale.

**44** Point positif, le FEI a publié une série de documents de travail sur la contribution économique des investissements bénéficiant de son soutien et sur la performance des jeunes entreprises aidées<sup>26</sup>, avec une analyse contrefactuelle. Seul bémol, ces documents concernent tous les investissements en capital-risque du FEI, et pas uniquement ceux réalisés avec le concours de l'UE.

**45** En ce qui concerne les instruments de la période de programmation 2014-2020, la Commission a élaboré des indicateurs de résultat et d'impact pour l'EFSI et pour les mécanismes EFG et IFE. Pour ce qui est de ces derniers, des valeurs cibles ont été définies pour tous les indicateurs à l'exception du chiffre d'affaires et du nombre d'employés des entreprises bénéficiaires (voir [tableau 2](#)). Par ailleurs, les valeurs cibles relatives au mécanisme IFE ne concernent pas uniquement le capital-risque, mais

---

<sup>25</sup> VICO project, *Final Report Summary – Financing Entrepreneurial Ventures in Europe: Impact on innovation, employment growth, and competitiveness*, septembre 2011 (<https://cordis.europa.eu/project/rcn/88431/reporting/en>).

<sup>26</sup> Document de travail 2016/34 du FEI (Helmut Kraemer-Eis, Simone Signore et Dario Prencipe), *The impact of EIF on the Venture Capital ecosystem*, volume I de *The European venture capital landscape: an EIF perspective*, 2016.

couvrent à la fois ce dernier et l'aide au financement par l'emprunt, ce qui complique l'évaluation des résultats de chacun des instruments concernés.

**Tableau 2 – Indicateurs relatifs aux mécanismes EFG et IFE**

Instrument	Indicateurs	Valeur cible
Mécanisme EFG	Nombre d'investissements en capital-risque	De 360 à 450
	Volume total des fonds investis	De 2,6 milliards d'euros à 3,6 milliards d'euros
	Ratio de levier	De 4 à 6
	Additionnalité du mécanisme EFG	Augmentation, par rapport à la situation de référence, de la proportion de destinataires finals qui recourent au mécanisme EFG et à la facilité de garantie de prêts pour trouver des financements qu'ils n'auraient pas pu obtenir par d'autres moyens
Mécanisme IFE	Total des investissements mobilisés sous la forme de financements en capital-risque	25 milliards d'euros au total pour le capital-risque et le financement par l'emprunt
	Nombre d'entités financées	5 000 entités financées en capital-risque ou par l'emprunt
	Montant des fonds privés mobilisés	35 milliards d'euros de fonds privés mobilisés (capital-risque et emprunts)
	Chiffre d'affaires et nombre d'employés de l'entreprise	À développer

Source: Cour des comptes européenne, sur la base de la législation et de documents de la Commission.

**46** Dans son évaluation intermédiaire de l'EFSI, la Commission a recommandé de clarifier, à l'aide de scénarios contrefactuels, l'impact de l'initiative sur le marché financier, notamment en ce qui concerne les défaillances du marché et l'éventuel effet d'éviction. Elle a reconnu les efforts déployés actuellement par le groupe BEI pour tester ce type d'approches pour les produits EFSI, et en particulier pour mettre en place l'infrastructure de données requise<sup>27</sup>.

## La Commission ne disposait pas d'une stratégie d'investissement globale

**47** Améliorer l'accès des entreprises au financement grâce à un marché paneuropéen du capital-risque requiert une stratégie d'investissement et une politique cohérentes et globales visant, entre autres, à soutenir les marchés moins développés

<sup>27</sup> Commission européenne, *Independent Evaluation of the EFSI Regulation*, rapport final, juin 2018, p. 140.



ainsi qu'à réduire la dépendance vis-à-vis du secteur public et la complexité des instruments.

### **L'approche axée sur la demande ne favorise pas le développement des marchés de capital-risque ou des secteurs d'activité moins développés**

**48** Pour évaluer la stratégie d'investissement de la Commission, nous avons dressé un état des lieux des pays où sont établis les fonds de capital-risque bénéficiant du concours de l'UE et les entreprises dans lesquelles ils investissent, ainsi que des phases de développement de ces entreprises et de leurs secteurs d'activité.

### **Les marchés de capital-risque peu développés n'ont guère bénéficié de l'aide des instruments de l'UE gérés de manière centralisée**

**49** Depuis que la Commission a commencé à agir dans le secteur du capital-risque en 1998, elle a toujours accordé des financements aux projets en fonction du mérite et sans tenir compte de la localisation géographique des fonds de capital-risque ou du secteur d'investissement.

**50** En l'absence de stratégie garantissant que des investissements suffisants sont consacrés aux marchés moins développés, ces derniers risquent de recevoir moins d'aides. Cette analyse est confirmée par les évaluations ex ante/analyses d'impact réalisées par la Commission pour la période 2014-2020 (concernant les mécanismes IFE et EFG), lesquelles mettent en évidence la forte concentration des investissements en capital-risque dans certains États membres.

**51** Nous avons constaté qu'au 30 juin 2018, les deux États membres où étaient enregistrés le plus grand nombre de fonds de capital-risque bénéficiant du concours de l'UE étaient la France et l'Italie avec, respectivement, 20 % et 14 % du nombre total de ces fonds. Viennent ensuite le Luxembourg, le Royaume-Uni, les Pays-Bas, l'Allemagne et la Finlande. Aucun fonds de capital-risque bénéficiant du concours de l'UE n'a réalisé d'investissement dans 12 États membres (voir [figure 5](#)).

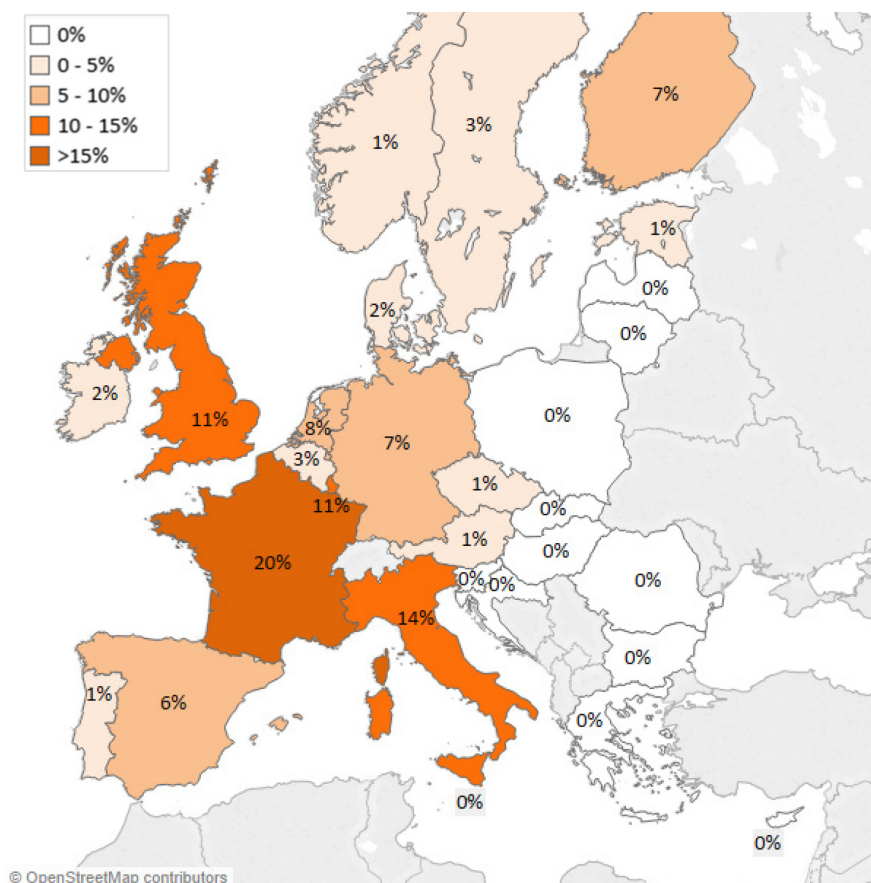
**52** L'un des facteurs que les gestionnaires de fonds prennent en considération pour décider où enregistrer un fonds de capital-risque est le régime réglementaire applicable. Les gestionnaires de fonds interrogés dans le cadre d'une étude du FEI<sup>28</sup>

---

<sup>28</sup> Document de travail 2018/48 du FEI, *EIF VC Survey 2018 – Fund managers' market sentiment and views on public intervention*, avril 2018.

appelaient à promouvoir les fonds paneuropéens, à renforcer les investissements transfrontières et à harmoniser les cadres juridiques et les systèmes fiscaux.

**Figure 5 – Fonds de capital-risque bénéficiant du concours de l'UE par pays d'enregistrement – situation au 30 juin 2018**



Source: Cour des comptes européenne, sur la base des données du FEI.

**53** Les fonds de capital-risque peuvent investir soit uniquement dans des entreprises du pays où ils sont établis, soit dans plusieurs pays. Au 30 juin 2018, 42 % des fonds de capital-risque bénéficiant du concours de l'UE comptaient des investissements dans plusieurs pays.

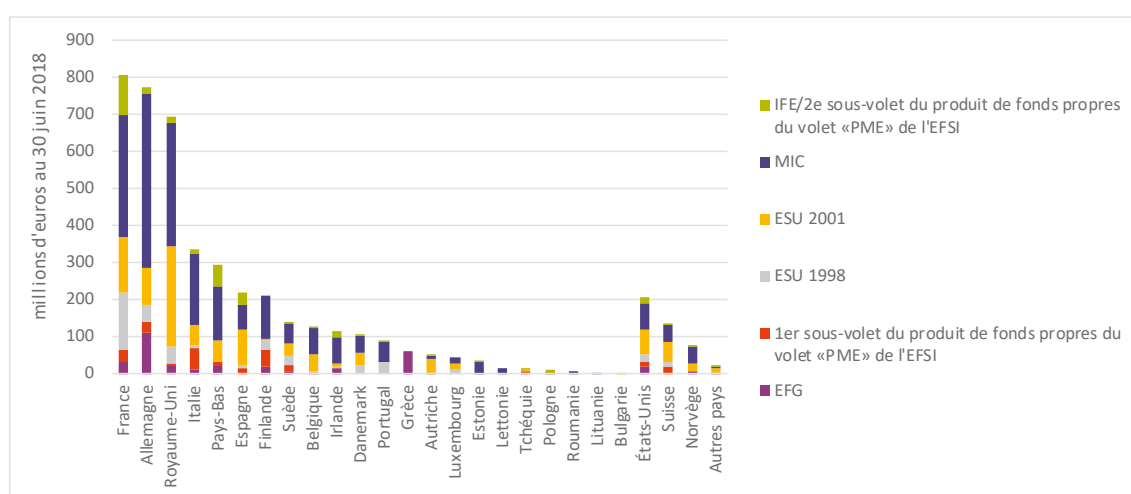
**54** Pour ce qui est des montants investis dans des entreprises par les fonds de capital-risque bénéficiant du concours de l'UE, la *figure 6* montre que les États membres qui attiraient déjà du capital-risque<sup>29</sup> sont ceux qui ont le plus bénéficié des instruments de l'UE. La France, l'Allemagne et le Royaume-Uni se détachent, puisqu'ils totalisent à eux trois 50 % de ces investissements. Étant donné que les économies de

<sup>29</sup> Venture Capital & Private Equity Country Attractiveness Index (indice d'attraction du capital-risque et du capital-investissement par pays) (<https://blog.iese.edu/vcpeindex/>).

ces États membres sont les plus grandes de l'UE, une telle concentration ne contribue pas à favoriser un marché du capital-risque à dimension européenne.

**55** À la mi-2018, aucun des fonds de capital-risque bénéficiant de l'aide des instruments de l'UE en gestion centralisée n'avait effectué d'investissement à Chypre, à Malte, en Slovaquie ou en Slovaquie, et seul des investissements limités (29 millions d'euros au total) avaient été réalisés en Bulgarie, en Tchéquie, en Hongrie, en Pologne et en Roumanie.

**Figure 6 – Investissements des fonds de capital-risque bénéficiant du concours de l'UE dans des entreprises au 30 juin 2018**



Source: Cour des comptes européenne, sur la base des données du FEI.

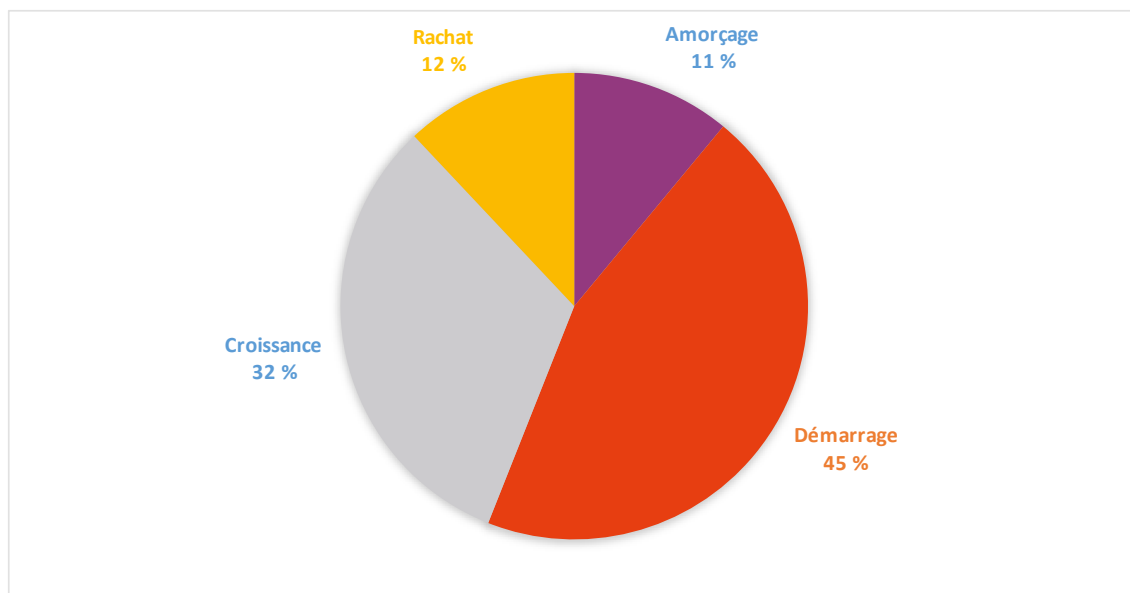
**56** L'analyse de données que nous avons effectuée semble indiquer qu'octroyer l'aide en fonction de la demande favorise les marchés du capital-risque les plus avancés, ce qui ne contribue pas pleinement à l'objectif affiché par l'UE, qui est de favoriser la mise en place d'un marché paneuropéen du capital-risque, ni à certaines des priorités mentionnées dans les conventions de délégation. Par exemple, pour les trois instruments de capitaux propres les plus récents (à savoir les mécanismes EFG et IFE et l'EFSI), la base juridique fait systématiquement référence au soutien au développement du capital-risque à l'échelle de l'UE. En outre, la convention de mandat relative au MIC mentionne explicitement en son article 2 que ce mécanisme a notamment pour objectif de réduire le déficit de fonds propres et de capitaux à risque afin d'améliorer le marché européen du capital-risque. L'approche axée sur la demande est critiquée dans différentes évaluations des instruments de l'UE réalisées par la Commission ou pour le compte de celle-ci, où il est recommandé de la remplacer par une approche plus proactive.

**57** Par exemple, dans l'analyse d'impact relative au futur programme InvestEU (période 2021-2027) réalisée en 2018, la Commission recommande de compenser les effets de l'approche axée sur la demande au niveau des différentes opérations par une vérification plus rigoureuse de la conformité aux objectifs stratégiques. Elle ne précise pas comment cette compensation serait mise en œuvre en pratique ni quels seraient ses effets sur l'approche axée sur la demande.

**Les besoins de financement n'ont pas été quantifiés par phase de développement ou par secteur d'activité**

**58** Durant les 20 années au cours desquelles la Commission a soutenu le capital-risque au moyen des différents instruments de l'UE en gestion centralisée, ses investissements ont été réalisés à différents stades du développement des PME. La [figure 7](#) montre la part qui a été consacrée à chaque phase de développement des entreprises sur les 4,6 milliards d'euros investis par les fonds de capital-risque bénéficiant du concours de l'UE au cours de cette période.

**Figure 7 – Ventilation, par phase de développement des entreprises, des investissements réalisés par les fonds de capital-risque bénéficiant du concours de l'UE**



Source: Cour des comptes européenne, sur la base des données du FEI.

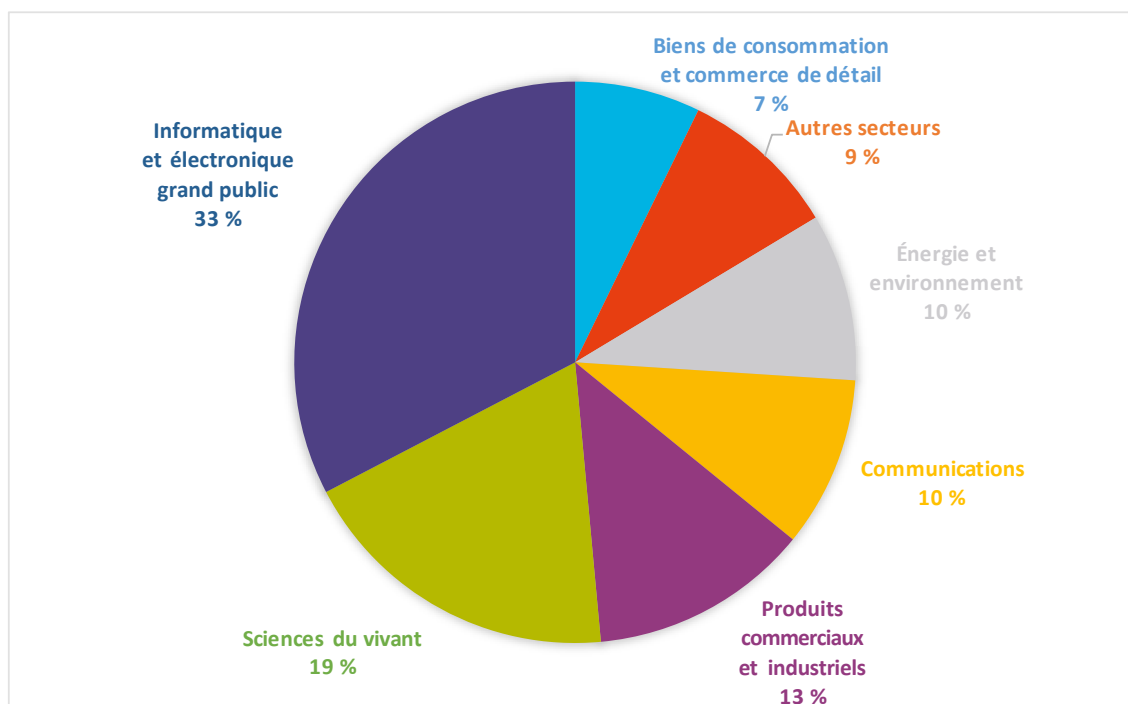
**59** Les premières phases (à savoir l'amorçage et le démarrage) représentent 56 % du montant total des investissements. En général, les fonds de capital-risque investissent plus souvent dans les entreprises en phase initiale de croissance, et moins souvent dans celles se trouvant dans des phases ultérieures. Néanmoins, les montants moyens investis par PME lors des premières phases sont plus faibles. En moyenne, les fonds de

capital-risque bénéficiant du concours de l'UE ont investi respectivement 1,36 million d'euros et 2,56 millions d'euros par entreprise en phases d'amorçage et de démarrage, alors que les investissements moyens en phases de croissance et de rachat<sup>30</sup> s'élevaient respectivement à 4,82 millions d'euros et 7,16 millions d'euros par PME.

**60** Parmi les gestionnaires de fonds de capital-risque qui ont répondu à notre enquête, 68 % considéraient que la participation publique au financement des opérations de capital-risque était surtout requise pour les investissements en phases d'amorçage et de démarrage.

**61** Pour ce qui est de la répartition sectorielle, les entreprises actives dans les secteurs de l'informatique, de l'électronique grand public et des sciences du vivant représentent plus de 50 % du total des investissements réalisés par les fonds de capital-risque bénéficiant du concours de l'UE (voir *figure 8*).

**Figure 8 – Ventilation par secteur des investissements réalisés par les fonds de capital-risque bénéficiant du concours de l'UE**



Source: Cour des comptes européenne, sur la base des données du FEI.

<sup>30</sup> Classification des investissements par phase, appliquée par le FEI lorsqu'il acquiert une participation majoritaire ou de contrôle dans une entreprise, généralement en phase de développement avancé (phase de croissance ou d'expansion).

**62** Bien que les investissements soutenus par l'UE aient été réalisés à différents stades de développement et dans différents secteurs d'activité, les ressources n'ont pas été allouées sur la base d'une analyse approfondie de l'offre et de la demande sur le marché européen du capital-risque. Les évaluations ex ante de la Commission ne comportaient pas suffisamment d'informations sur le déficit de financement aux différents stades de développement ou dans les différents secteurs d'activité (voir point 36).

**63** Nous relevons que dans son analyse d'impact relative au programme InvestEU (période 2021-2027), la Commission suggère que les instruments de capitaux propres pourraient être ciblés en fonction du secteur et du cycle de vie des entreprises (sur la base d'une analyse du déficit de financement)<sup>31</sup>. L'analyse d'impact ne fait aucunement référence à un ciblage ou à une analyse par État membre.

### **Le marché du capital-risque de l'UE n'est pas suffisamment attrayant pour les investisseurs privés**

**64** Les instruments de l'UE en gestion centralisée devraient servir à remédier aux défaillances du marché ou, plus précisément, pour respecter le principe de subsidiarité et apporter une valeur ajoutée, à celles auxquelles les États membres ne peuvent remédier eux-mêmes<sup>32</sup>. L'intervention publique doit avoir pour objectif ultime d'attirer les investisseurs privés afin de mettre en place un marché du capital-risque qui soit durable. Nous avons vérifié si la Commission était parvenue à encourager d'autres investisseurs publics et privés à apporter des capitaux aux côtés de l'UE. Dans son évaluation ex ante de 2013 relative au mécanisme IFE, la Commission soulignait que la faiblesse des retours sur investissement était l'une des principales causes de l'intérêt modéré des investisseurs pour le capital-risque. Elle a rappelé que, sauf lors de la période 1997-2000, où s'est constituée la bulle internet, le retour sur investissement annuel moyen des fonds de capital-risque européens avait toujours été inférieur à 10 %, et qu'il était même négatif depuis une dizaine d'années, les résultats des fonds,

---

<sup>31</sup> Document de travail des services de la Commission: analyse d'impact, SWD(2018) 314 final du 6.6.2018.

<sup>32</sup> Article 209 du règlement (UE, Euratom) 2018/1046 du Parlement européen et du Conseil du 18 juillet 2018 relatif aux règles financières applicables au budget général de l'Union (JO L 193 du 30.7.2018, p. 1).

même les mieux gérés, n'atteignant pas les rendements recherchés par les investisseurs institutionnels<sup>33</sup>.

**65** Afin que l'intervention de l'UE soit compatible avec les règles en matière d'aides d'État, la Commission a fixé une valeur cible minimale pour la part d'investissements privés dans les fonds de capital-risque bénéficiant du concours de l'UE. Celle-ci avait été établie à 50 % pour les premiers instruments tels que les mécanismes ESU 1998 et ESU 2001, mais elle a ensuite été abaissée à 30 % pour ceux de la période 2014-2020. Cela est d'autant plus important que la Commission considère les investissements réalisés à leurs propres risques par le FEI/la BEI et par les banques de développement comme indépendants et privés. La Commission n'a fixé aucune autre valeur cible pour ce qui est de la participation du secteur privé.

**66** La Commission n'a pas fixé comme objectif, pour ses instruments, l'obtention de rendements élevés, pas plus qu'elle n'a chargé le FEI de générer des bénéfices avec les fonds de l'UE. Le FEI est toutefois tenu par la législation et par les conventions de délégation d'appliquer le principe *pari passu*, qui veut que les investisseurs publics et privés participent sur un pied d'égalité aux fonds de capital-risque et partagent les pertes et les profits. Les investisseurs privés, dont la participation est essentielle pour la viabilité du marché du capital-risque, sont uniquement attirés par les investissements offrant un rendement élevé.

**67** Selon les états financiers de 2017, 101 millions d'euros ont été investis au titre du mécanisme ESU 1998, qui affichait une perte nette globale de 12 millions d'euros depuis sa création. Un tableau similaire se dégage pour la part déjà réalisée (à savoir sortie du bilan ou vendue) des portefeuilles relevant du mécanisme ESU 2001 et du MIC. L'ESU 2001 enregistrait une perte nette réalisée de 82 millions d'euros sur les 207 millions d'euros investis, tandis que le MIC accusait une perte de 88 millions d'euros sur 470 millions d'euros<sup>34</sup>. Ces deux derniers instruments ont encore une partie importante de leurs investissements en portefeuille (31 % pour le mécanisme ESU 2001 et 64 % pour le MIC). Il est trop tôt pour pouvoir fournir des données significatives concernant les instruments plus récents de l'UE [voir [tableau 3](#)].

---

<sup>33</sup> Commission européenne, évaluation ex ante de 2013, *Financial instrument facilities supporting access to risk finance for research and innovation in Horizon 2020*.

<sup>34</sup> Selon les états financiers 2017 des deux instruments, la valeur des entreprises figurant encore dans le portefeuille des fonds relevant du mécanisme ESU 2001 et du MIC (bénéfices latents) s'élevait respectivement à 97 millions d'euros et 79 millions d'euros.

**68** Dans certaines de ses évaluations finales et intermédiaires relatives aux programmes en gestion centralisée, la Commission fait référence au principe *pari passu* comme étant un échec ou un obstacle à la stimulation de l'investissement privé. Dans une autre évaluation (l'évaluation ex ante de 2011 concernant le mécanisme EFG), elle ne se prononce pas sur la question de savoir s'il convient d'abandonner ce principe, différant la décision jusqu'à ce qu'une évaluation détaillée du marché soit réalisée. La Commission n'avait pas effectué cette évaluation au moment de l'audit. La Commission autorise le partage inégal des bénéfices et des pertes dans le seul cas des investissements sociaux au titre du volet «PME» de l'EFSI.

**69** L'un des motifs invoqués par la Commission pour justifier l'application du principe *pari passu* est qu'à défaut, les investissements concernés risquent d'être considérés comme des aides d'État. Les aides d'État incompatibles accordées par les États membres faussent la concurrence et la Commission peut en ordonner le recouvrement. Toutefois, les lignes directrices<sup>35</sup> et le droit<sup>36</sup> de l'UE applicables en la matière définissent clairement dans quelles circonstances ce partage asymétrique des profits ne contrevient pas aux règles relatives aux aides d'État.

**70** Un investisseur public peut par exemple accroître la rémunération des investisseurs privés en renonçant à une partie de la sienne (dans le cadre d'une structure de rendement asymétrique). Cela signifierait que l'investisseur public n'investirait pas aux mêmes conditions que les autres investisseurs, contrairement au principe *pari passu*, qui impose l'égalité de traitement.

**71** Selon ce qui ressort de l'évaluation réalisée en 2015 sur la possibilité pour l'UE d'investir dans des fonds de fonds, la plupart des gestionnaires de fonds de capital-investissement et de capital-risque interrogés estiment que si l'UE veut vraiment encourager le secteur privé à revenir sur le marché européen du capital-risque, elle doit lui permettre d'encaisser les éventuels surplus de rendement lorsqu'il investit dans des phases d'investissement plus risquées. Ces gestionnaires considèrent les rendements asymétriques comme un moyen potentiel de surmonter les obstacles qui empêchent d'attirer les investisseurs privés au niveau des fonds de fonds.

---

<sup>35</sup> Lignes directrices de la Commission relatives aux aides d'État visant à promouvoir les investissements en faveur du financement des risques (2014/C 19/04), points 108 et 109.

<sup>36</sup> Article 21, paragraphe 13, du règlement (UE) n° 651/2014 de la Commission du 17 juin 2014 déclarant certaines catégories d'aides compatibles avec le marché intérieur en application des articles 107 et 108 du traité (JO L 187 du 26.6.2014, p. 1).



**72** Avant d'instituer le programme européen de fonds de fonds, la Commission a mis en place un groupe de travail pour l'analyser. Le groupe a suggéré de prévoir la possibilité de rendements asymétriques dans l'appel à manifestation d'intérêt, même si les fonds de capital-risque à des conditions *pari passu* doivent être privilégiés. Il a proposé qu'en contrepartie, les investissements soient réalisés dans des pays où les activités de capital-risque sont moins développées. En dépit de cette recommandation, l'appel à manifestation d'intérêt ne prévoyait pas de rendements asymétriques.

**73** Un autre moyen pour les investisseurs publics de favoriser l'autosuffisance du marché du capital-risque consiste à autoriser un retrait progressif, à savoir un désengagement anticipé, des fonds de capital-risque. Cependant, ni les contrats de société en commandite conclus entre le FEI et les fonds de capital-risque, ni les deux contrats concernant des fonds de fonds que le FEI a conclus jusqu'ici ne prévoient la possibilité d'un désengagement précoce. Nous observons que l'évaluation de 2015 relative aux fonds de fonds préconisait l'instauration de mécanismes de désengagement précoce.

### **Le recours à plusieurs instruments pour acheminer l'aide de l'UE vers le marché du capital-risque est source de complexité**

**74** Alors que, pour les périodes précédentes, la Commission apportait son aide au marché du capital-risque par l'intermédiaire d'un seul instrument, elle en utilise trois à cet effet pour la période 2014-2020 (à savoir les mécanismes EFG et IFE et le produit de fonds propres du volet «PME» de l'EFSI). Nous avons examiné si la Commission avait assuré la cohérence entre ces trois instruments.

**75** Le mécanisme EFG vise à améliorer l'accès aux investissements en fonds propres pour les PME en phase d'expansion et de croissance, tandis que le mécanisme IFE concerne les investissements en phases d'amorçage et de démarrage. Les deux règlements qui les régissent respectivement autorisent les investissements croisés à différents stades. Ces deux instruments ont été pensés en tant que volets d'un instrument unique de l'Union pour le financement en capital-risque.

**76** Avec le lancement en 2016 du produit de fonds propres du volet «PME» de l'EFSI (voir [annexe II](#)), la complexité s'est accrue du fait de la combinaison entre une garantie budgétaire et un instrument financier, ainsi que de la participation de la Commission, de la BEI et du FEI.

**77** Pour éviter que ce nouveau produit ne fasse double emploi avec le mécanisme EFG déjà en place, la Commission a décidé en 2016 de recentrer ce dernier sur les opérations de capital-risque dans les pays tiers participants<sup>37</sup>, que le produit de fonds propres du volet «PME» de l'EFSI ne peut couvrir.

**78** L'existence de trois instruments aux objectifs semblables, gérés par trois services différents au sein de la Commission, a entraîné une augmentation de la charge de travail en matière de gouvernance, d'établissement de rapports et de suivi. Conformément aux diverses dispositions juridiques, le FEI est tenu d'établir des rapports opérationnels distincts pour chacun des instruments, et ce au moins chaque semestre.

**79** Actuellement, les rapports opérationnels du FEI relatifs au produit de fonds propres du volet «PME» de l'EFSI n'apportent pas d'éclaircissements suffisants en ce qui concerne les différents sous-volets et il est difficile d'obtenir une vue d'ensemble de la structure des instruments combinés.

**80** Nous constatons que la Commission, consciente du manque d'efficacité et de l'existence de chevauchements, a proposé une structure largement simplifiée pour le futur programme InvestEU (2012-2027). Concrètement, elle propose de remplacer les trois instruments (les mécanismes EFG et IFE et l'EFSI) par un instrument unique fournissant une seule et même garantie budgétaire.

## **Le FEI est un investisseur fondamental, mais sa gestion des instruments de l'UE peut être rationalisée**

**81** La Commission passe par le FEI pour acheminer l'aide au titre de ses instruments de capital-risque en gestion centralisée depuis que ceux-ci ont été créés à la fin des années 1990. Elle doit donc veiller à ce que le FEI mette correctement en œuvre les instruments de l'UE.

### **Le FEI est un acteur important**

**82** Le volume des capitaux levés par le secteur européen du capital-risque auprès des investisseurs publics a doublé de 2015 à 2016 et, en 2018, il était toujours

---

<sup>37</sup> Le programme COSME est ouvert aux participants de pays tiers, qui doivent s'accorder sur les modalités avec la Commission.

supérieur au niveau observé en 2007 avant la crise (voir [figure 2](#)). Le FEI, qui gère un nombre sans cesse croissant de mandats (voir point 22), est devenu l'un des acteurs les plus importants sur le marché européen du capital-risque. En 2018, il a signé, à lui seul, des accords avec des fonds de capital-risque qui l'engagent à investir 1,4 milliard d'euros, dont 214 millions d'euros au titre des instruments de l'UE. Nous avons examiné si le FEI gérait ces instruments de manière efficiente.

**83** Le FEI a réalisé une enquête en 2018<sup>38</sup>, qui a révélé que sa participation était considérée comme importante en ce qu'il jouait le rôle d'investisseur fondamental et contribuait à attirer des investisseurs privés en renforçant la crédibilité des fonds dans lesquels il investissait. La participation du FEI à des investissements était généralement perçue favorablement par les gestionnaires de fonds concernés.

**84** La plupart des gestionnaires de fonds de capital-risque qui ont répondu à notre enquête appréciaient le processus minutieux de vérification préalable du FEI. Sa qualité est telle qu'il est souvent considéré comme un «sceau d'approbation». Mais les répondants estimaient également que le FEI était formaliste et fort attaché à la conformité, et que la procédure d'approbation des demandes relatives aux fonds prenait trop de temps. Dans le cadre de notre enquête, 45 % des gestionnaires de fonds ont répondu que le FEI mettait plus d'un an pour approuver une demande, et 41 %, qu'il mettait entre 6 mois et un an. La plupart des personnes interrogées (66 %) ont répondu avoir été en contact avec trois à cinq interlocuteurs au FEI durant la procédure de demande, dont certains ne connaissaient pas toujours toutes les particularités nationales.

**85** L'évaluation de 2015 relative aux fonds de fonds a mis l'accent sur le rôle anticyclique que joue le FEI en s'assurant que les jeunes entreprises et PME innovantes continuent à avoir accès à des capitaux en période de ralentissement économique. Mais elle a également permis de constater qu'un certain nombre de parties prenantes, en particulier des fonds de capital-risque, des associations d'investisseurs en capital-risque et quelques gestionnaires de fonds de fonds nationaux, avaient estimé que le rôle prépondérant du FEI en tant qu'investisseur fondamental sur le marché européen du capital-risque et en tant que gestionnaire de fonds de fonds soulevait des questions concernant la durabilité à long terme.

---

<sup>38</sup> Document de travail 2018/51 du FEI, *EIF venture capital Survey 2018 – Fund managers' perception of EIF's Value Added*, septembre 2018.

## Les instruments de l'UE en gestion centralisée font double emploi avec d'autres instruments gérés par le FEI au lieu de les compléter

**86** Le FEI a élaboré une politique d'attribution des fonds au titre de ses différents mandats (la «politique d'attribution des contrats»). Nous avons examiné s'il avait mis en œuvre cette politique de façon satisfaisante compte tenu de la nature de ses divers mandats.

**87** Le FEI doit décider dans quel fonds de capital-risque investir et en vertu de quel mandat. Les bases juridiques et les conventions de délégation des différents instruments financés par l'UE qui sont gérés de manière centralisée précisent si les co-investissements avec des fonds relevant d'autres mandats sont autorisés ou non.

**88** Pour le mécanisme ESU 1998, les co-investissements avec le FEI ou avec d'autres instruments gérés par ce dernier étaient expressément interdits<sup>39</sup>. En effet, le mécanisme ESU 1998 était destiné à compléter les mandats gérés par le FEI en ciblant «des PME que ni la BEI, ni le FEI ne [pouvaient] [...] soutenir, en raison des critères de risques plus rigoureux qu'ils sont statutairement tenus d'appliquer»<sup>40</sup>.

**89** La notion de critères de risques plus rigoureux a été reprise pour le mécanisme ESU 2001 et pour le MIC, même si les co-investissements étaient autorisés. À la fin de 2017, 30 % des fonds de capital-risque soutenus au titre de ces instruments avaient réalisé des co-investissements avec des fonds relevant d'autres mandats du FEI (principalement le mandat de la BEI concernant le capital-risque<sup>41</sup>). Cela montre que les fonds sélectionnés ne ciblaient pas forcément un segment de risque différent de ceux couverts par les autres mandats du FEI.

**90** Les bases juridiques régissant les mécanismes EFG et IFE et l'EFSI ne font plus référence à la notion de critères de risques plus rigoureux. Toutes trois disposent expressément que les instruments doivent compléter les instruments financiers

---

<sup>39</sup> Malgré cette interdiction, nous avons relevé un cas de co-investissement avec des ressources propres du FEI.

<sup>40</sup> Commission européenne, Proposition de décision du Conseil concernant des mesures d'assistance financière aux petites et moyennes entreprises (PME) innovantes et créatrices d'emploi (COM(1998) 26 final du 21.1.1998).

<sup>41</sup> La BEI a mandaté le FEI pour qu'il investisse 9,5 milliards d'euros sur sa capacité de prise de risques pour soutenir l'innovation technologique et industrielle. Dans le cadre du mandat concernant le capital-risque, la BEI cible les fonds de démarrage ou les fonds intermédiaires qui se concentrent spécifiquement sur l'Europe.

relevant de programmes nationaux ou régionaux. La base juridique de l'EFSI encourage aussi expressément la complémentarité avec les opérations et activités existantes de la BEI, tandis que celles régissant les deux autres instruments ne disent rien à cet égard.

**91** Le règlement EFSI invite également à donner des indications concernant l'utilisation combinée des instruments de l'UE et du financement de la BEI au titre de la garantie de l'UE afin d'assurer la complémentarité. La Commission a publié des orientations sur les complémentarités entre l'EFSI et les Fonds ESI. Il n'existe pas d'orientations concernant les co-investissements avec des ressources relevant d'autres mandats du FEI, comme par exemple le mandat de la BEI concernant le capital-risque.

**92** Étant donné le nombre croissant de mandats confiés au FEI, l'évaluation intermédiaire effectuée pour le compte de la Commission concernant le MIC comprenait une recommandation invitant le FEI à élaborer une politique d'attribution des contrats<sup>42</sup>. Le FEI dispose d'une telle politique depuis 2009. Après quelques mises à jour, celle-ci est restée inchangée de fin 2011 à 2018, année où elle a été réformée.

**93** Dans sa version de 2011, la politique d'attribution des contrats ne faisait état d'aucun chevauchement notable entre les différents mandats. Pourtant, pour le MIC, des co-investissements ont été réalisés, le FEI ayant investi des capitaux relevant de plusieurs mandats dans le même fonds de capital-risque<sup>43</sup>. Dans la version de 2018, aucune conclusion n'a été tirée quant à un éventuel chevauchement. Cependant, compte tenu des préférences (concernant par exemple le secteur d'activité ou la performance) et du champ d'action géographique définis pour les différents mandats, il existe bien un chevauchement entre les instruments de l'UE en gestion centralisée et d'autres mandats confiés au FEI.

**94** Si la première politique (valable jusqu'en 2018) laissait entièrement au FEI le soin de prendre les décisions d'attribution des contrats sur la base de son jugement professionnel, la nouvelle politique prévoit des critères d'évaluation quantitative<sup>44</sup> et qualitative pour déterminer quel mandat est le mieux adapté à quel fonds de capital-

---

<sup>42</sup> Commission européenne, DG Entreprises et industrie (GHK et Groupe Technopolis), *Interim evaluation of the Entrepreneurship and Innovation Programme*, 2009, p. IV.

<sup>43</sup> Le FEI a investi des capitaux relevant d'autres mandats dans 41 % des fonds de capital-risque soutenus au titre du MIC.

<sup>44</sup> Un classement est élaboré sur la base, par exemple, de la stratégie du fonds de capital-risque, des secteurs ou des phases dans lesquels il souhaite investir ou de son périmètre géographique. Il existe également des critères d'exclusion, tels que le critère «gestionnaires débutants», ces derniers n'étant pas éligibles à certains instruments de l'UE.

risque. Le FEI ne nous a pas fourni de documents probants concernant les orientations qu'il donne à ses agents quant à la manière d'appliquer ces critères.

**95** Le FEI a testé sa nouvelle politique en l'appliquant aux contrats conclus en 2017 et 2018. Ces tests a posteriori ont montré que, pour certains investissements réalisés au titre des instruments de l'UE gérés de manière centralisée, le FEI, en se fondant sur la seule évaluation quantitative, aurait pu recourir à d'autres mandats publics, qui ont obtenu des notes égales voire supérieures à celles des instruments de l'UE. Le FEI ne nous a fourni aucun élément probant détaillé montrant comment les notes des différents instruments ont été calculées.

### **Le FEI a éprouvé des difficultés à se désengager des fonds bénéficiant du concours de l'UE**

**96** Un fonds de capital-risque obtient un retour sur investissement au moment où il vend sa participation dans une société (ou se «désengage» de celle-ci). Le désengagement s'effectue soit par une première offre publique de souscription (OPS) sur le marché boursier, soit par la vente de l'entreprise à un investisseur industriel (vente commerciale), à un autre fonds de capital-risque ou à une société de capital-investissement. Lorsqu'une entreprise détenue en portefeuille n'a plus aucune valeur résiduelle, sa valeur comptable est sortie du bilan conformément aux normes comptables applicables. Nous avons examiné la stratégie de désengagement mise en place par les fonds pour optimiser le retour sur investissements. Nous nous sommes intéressés en outre à la stratégie de clôture des mandats couverts par l'audit.

**97** En 2018, les trois plus grande voies de désengagement, en valeur, sur le marché européen du capital-risque étaient: i) la vente commerciale (35 %), ii) l'OPS (22 %) et iii) la sortie du bilan (12 %) <sup>45</sup>. Les gestionnaires de fonds de capital-risque européens considèrent que le désengagement des investissements et le marché des OPS constituent les défis les plus importants auxquels ils sont confrontés <sup>46</sup>.

---

<sup>45</sup> Invest Europe, *2018 European Private Equity Activity Report*. Il existe d'autres méthodes de désengagement, comme le remboursement des actions préférentielles, la vente à une autre société de placement, la vente à un établissement financier ou encore le rachat par les actionnaires/par le propriétaire.

<sup>46</sup> Document de travail 2018/48 du FEI (Helmut Kraemer-Eis, Antonia Botsari, Salome Gvetadze, Frank Lang), *EIF venture capital Survey 2018 – Fund managers' market sentiment and views on public intervention*, 2018.

**98** Dans un document publié en 2017, le partenariat «Startup Europe» a conclu que 2 % seulement des jeunes entreprises européennes finançaient leur expansion par une entrée en bourse, et que 15 % environ du montant total des fonds levés en Europe provenaient des OPS. Il estimait que cette situation était problématique, car en plus de fournir du capital de croissance, les OPS offrent des possibilités de désengagement aux fonds de capital-risque, sans lesquelles le moteur de ce secteur pourrait rapidement être noyé<sup>47</sup>.

**99** Le [tableau 3](#) montre le nombre de désengagements opérés et d'investissements restants pour tous les instruments de l'UE en gestion centralisée au 30 juin 2018.

**100** La durée de vie de chaque fonds est précisée dans la convention de société en commandite. Le FEI a éprouvé des difficultés pour clôturer deux des mandats confiés par la Commission (ESU 1998 et ESU 2001) parce que les fonds de capital-risque n'étaient pas parvenus à vendre toutes les entreprises de leur portefeuille au terme de leur durée de vie. Lors de l'évaluation des fonds dans lesquels investir au titre des mécanismes ESU 1998 et ESU 2001, le FEI a accordé une attention limitée à la capacité des fonds de gérer la phase de désinvestissement. Ce problème de désengagement a été abordé tardivement, et la durée de vie des deux premiers instruments (à savoir les mécanismes ESU 1998 et ESU 2001), qui avait déjà expiré, a dû être prolongée pour donner au FEI le temps de trouver comment désinvestir.

---

<sup>47</sup> Start-up Europe Partnership, *SEP Monitor – Scaleup Europe*, juin 2017.

**Tableau 3 – Désengagements de fonds de capital-risque bénéficiant du concours de l'UE**

Au 30 juin 2018	Nombre d'investissements effectués (A)	Sorties du bilan (B)	Participations entièrement vendues (C)	Nombre total de désengagements (D) = (B)+(C)	Nombre d'investissements restants (E) = (A)-(D)	(E)/(A) % (arrondi)	Date de fin du mandat (mois/année)
ESU 1998	315	135	168	303	12	4 %	Juillet 2014
ESU 2001	317	103	116	219	98	31 %	Décembre 2018
MIC	623	89	138	227	396	64 %	Novembre 2026
Mécanisme EFG	69	1	1	2	67	97 %	Décembre 2034
IFE/2 <sup>e</sup> sous-volet du produit de fonds propres du volet «PME» de l'EFSI	195	1	2	3	192	98 %	Décembre 2042
1 <sup>er</sup> sous-volet du produit de fonds propres du volet «PME» de l'EFSI	43	0	0	0	43	100 %	Décembre 2042
Somme	1 562	329	425	754	808	52 %	

Source: Cour des comptes européenne, sur la base des données du FEI.

**101** Par conséquent, à la mi-2018, des capitaux du mécanisme ESU 1998, pour lequel le mandat du FEI a pris fin en juillet 2014, étaient encore investis dans des fonds détenant des participations dans 12 (soit 4 %) des entreprises dans lesquelles ils avaient investi. De même, des capitaux du mécanisme ESU 2001 étaient encore investis dans des fonds détenant des participations dans 98 entreprises, soit 31 % du nombre d'investissements.

### Les commissions versées au FEI ne sont ni totalement transparentes ni conçues pour permettre d'atteindre les objectifs stratégiques

**102** La Commission verse une rémunération au FEI pour qu'il mette en œuvre les instruments de capital-risque de l'UE pour son compte à elle<sup>48</sup>. Elle lui rembourse également certains coûts (autres coûts de gestion) considérés comme éligibles, pour la mise en œuvre des fonds de l'UE. Nous avons examiné si les commissions de gestion qu'elle a versées étaient justifiées et permettaient d'atteindre les objectifs stratégiques.

<sup>48</sup> La Commission verse également une rémunération à la BEI pour la garantie «capital-risque» liée à l'EFSI.



**103** Les conventions de délégation plafonnent les commissions à un taux allant de 5,7 % à 8,5 % du montant de l'intervention de l'UE (voir [tableau 4](#) pour plus de précisions sur les plafonds des rémunérations correspondant à chaque instrument).

**Tableau 4 – Plafonds des commissions de gestion, par instrument**

	ESU 1998 ESU 2001	MIC	EFG	IFE	EFSI
Commission pour frais administratifs (A)	Non précisée	Non précisée	2,8 %	2,8 %	2,8 %
Prime incitative liée aux objectifs stratégiques (B)	Non précisée	Non précisée	3,2 %	3,2 %	2,9 %
Plafond total pour les commissions de gestion (C) = (A)+(B)	8,5 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	5,7 %
Commission de gestion de la trésorerie et autres coûts de gestion	-	-	1,1 %	1,5 %	-

Source: Cour des comptes européenne, sur la base des conventions de délégation.

**104** Aux commissions de gestion versées au FEI par la Commission s'ajoutent celles facturées par les gestionnaires des fonds de capital-risque bénéficiant du concours de l'UE. Ces dernières représentent généralement 2 % par an des montants engagés. Par ailleurs, la mise en place du programme de fonds de fonds de capital-risque paneuropéens a ajouté une strate administrative supplémentaire (voir point [20](#)). Le gestionnaire de chaque fonds de fonds facture également des commissions de gestion, qui peuvent aller de 8 % à 12 % de la contribution de l'UE engagée sur la durée de vie du fonds (généralement 12 ans environ).

#### **Manque de transparence dans la justification des commissions de démarrage**

**105** Les conventions de délégation entre la Commission et le FEI prévoient, au titre des frais administratifs, le paiement d'une commission de démarrage au début de la période de mise en œuvre (voir [annexe III](#)). Cette rémunération est supposée couvrir: i) l'élaboration de l'appel à manifestation d'intérêt (qui définit les conditions détaillées ainsi que les exigences en matière d'établissement de rapports); ii) la mise en place des processus internes et des systèmes informatiques du FEI, y compris le site internet; iii) la création de documents juridiques types.

**106** Sachant que le FEI administre depuis 20 ans les instruments de l'UE en gestion centralisée, on pourrait s'attendre à ce qu'il ait développé des synergies et un savoir-faire susceptibles d'entraîner des économies, notamment en phase de démarrage des

nouveaux instruments. Cela n'est toutefois pas le cas, et les commissions de démarrage versées au FEI par la Commission n'ont cessé d'augmenter au fil du temps. Pour le MIC, la Commission a versé 0,3 million d'euros de commissions de démarrage (soit 0,8 % du plafond de l'ensemble des rémunérations). Pour les instruments plus récents, les commissions de démarrage ont grimpé à 2,5 millions d'euros dans le cas du mécanisme EFG (13 % du plafond de l'ensemble des rémunérations), à 4,0 millions d'euros pour le mécanisme IFE (14 % du plafond de l'ensemble des rémunérations) et à 5,0 millions d'euros pour le produit de fonds propres du volet «PME» de l'EFSI (7 % du plafond de l'ensemble des rémunérations).

**107** La Commission ne collecte pas d'informations sur les coûts de démarrage réels supportés par le FEI. Nous avons commenté le processus de négociation des rémunérations entre la Commission et le FEI dans notre rapport spécial n° 20/2017 relatif aux instruments de garantie de prêts<sup>49</sup>. Nous notons que les conclusions de ce rapport valent également pour les instruments de capital-risque, en particulier le fait que la Commission ne disposait pas d'informations détaillées sur le coût réel des instruments mis en œuvre précédemment.

#### **Les primes incitatives liées aux objectifs stratégiques ne sont pas pleinement adaptées à leur objet**

**108** Les primes incitatives existantes n'encouragent pas le développement d'un marché européen du capital-risque. Le FEI reçoit par exemple une prime incitative pour chaque contrat conclu avec un gestionnaire de fonds, dont le montant varie en fonction du nombre de contrats signés. Cependant, cette prime est structurée de manière telle que, pour l'obtenir, le FEI n'est nullement tenu d'atteindre une quelconque valeur cible fixe pour ce qui est du nombre de fonds dans lesquels il est censé investir. Nous constatons en outre que son montant n'augmente pas progressivement en fonction du nombre de contrats signés. Pour le MIC et le mécanisme EFG, le FEI reçoit une prime forfaitaire, tandis que pour le mécanisme IFE, le montant de la prime est plus élevé pour les quatre premiers contrats signés.

**109** Les primes incitatives ne sont pas entièrement pensées pour favoriser la réalisation des objectifs assignés aux instruments. Par exemple, dans le cas du mécanisme EFG, la Commission a fixé une valeur cible plancher de 360 entreprises

---

<sup>49</sup> Rapport spécial n° 20/2017 de la Cour – «Instruments de garantie de prêts financés par l'Union européenne: des résultats positifs, mais un ciblage des bénéficiaires et une coordination avec les dispositifs nationaux à améliorer».

éligibles à soutenir, mais elle verse une partie des primes incitatives au FEI même si cet objectif n'est pas atteint (voir [tableau 2](#)).

**110** Les primes incitatives liées aux objectifs stratégiques n'encouragent pas pleinement à investir dans les marchés du capital-risque ou les secteurs d'activité moins développés de l'UE. Dans le cas des mécanismes ESU 1998 et 2001, rien n'est prévu pour inciter le FEI à investir dans de nouveaux marchés. Dans celui des autres instruments, il existe au moins une mesure d'incitation (même si les montants sont faibles par comparaison avec d'autres types d'incitations), mais la priorité n'est pas donnée aux marchés de capital-risque moins développés.

## Conclusions et recommandations

**111** L'UE intervient sur le marché du capital-risque depuis plus de vingt ans. Au cours de cette période, la Commission a largement renforcé son soutien à ce marché. D'importants volumes de fonds de l'UE ont été mis à disposition pour renforcer le marché du capital-risque dans l'Union, mais des difficultés subsistent.

### Évaluation des instruments de l'UE

**112** Nous avons constaté que les décisions relatives à la taille financière des instruments de l'UE étaient insuffisamment étayées, soit parce qu'il n'y avait eu ni évaluation ex ante ni analyse d'impact, soit parce que les évaluations ont été réalisées alors que la décision budgétaire avait déjà été prise. Plusieurs dimensions étaient absentes de l'analyse du déficit de financement, qui n'a pas été réalisée au niveau des États membres et n'a été décomposée ni par secteurs d'activités ni par phases de risque (voir points [29](#) à [36](#)).

**113** La conception des futurs instruments requiert que la Commission effectue des évaluations intermédiaires et ex post pertinentes en temps utile, en tenant compte des enseignements tirés de l'expérience. Les évaluations ex post qui ont été réalisées sont en général intervenues trop tôt, souvent avant même que les programmes ne soient arrivés à leur terme. De plus, elles ne comportaient pas d'analyses fondées sur des données quantitatives ni d'études de scénarios contrefactuels. Ainsi, bien que le soutien au capital-risque existe depuis 20 ans, la Commission n'a à ce jour guère fourni d'éléments probants concernant l'impact produit dans ce domaine (voir points [37](#) à [46](#)).

### Recommandation n° 1 – Effectuer les analyses nécessaires pour améliorer l'évaluation des instruments de l'UE

---

La Commission devrait améliorer les informations sur lesquelles sont fondées ses décisions. Elle devrait notamment:

- a) réaliser une analyse approfondie des défaillances du marché et des investissements sous-performants aux niveaux de l'UE, des États membres et des secteurs d'activité, ainsi qu'aux différents stades de développement des

entreprises, afin d'allouer des ressources financières adéquates aux instruments de capital-risque.

**Quand? Avant la signature des conventions de délégation avec les partenaires chargés de la mise en œuvre (fin 2022).**

Pour améliorer ses évaluations, la Commission devrait:

- b) assurer la collecte de données pertinentes qui permettent aux évaluateurs de se concentrer sur l'efficacité du soutien et, le cas échéant, procéder à une analyse contrefactuelle;
- c) effectuer des évaluations rétrospectives un certain temps après la période d'investissement pour les mécanismes ESU 1998 et ESU 2001 ainsi que pour le MIC, afin de pouvoir tirer une conclusion utile sur l'impact des instruments.

**Quand? Dès que possible, mais au plus tard pour la fin de 2021.**

### **Élaboration d'une stratégie d'investissement englobant tous les aspects**

**114** La Commission n'a pas mis en place de stratégie d'investissement globale afin de développer un marché paneuropéen du capital-risque. Les instruments de l'UE n'ont pas accordé la priorité aux marchés du capital-risque moins développés ou aux secteurs d'activité moins avancés. Le marché de l'UE reste largement tributaire de l'intervention du secteur public et la diversité des instruments utilisés a généré une complexité inutile.

**115** Les interventions de la Commission sur le marché européen du capital-risque sont guidées par une approche axée sur la demande, qui veut que l'aide soit octroyée aux projets en fonction du mérite, et ne tiennent pas compte de la localisation géographique ou du secteur. Or, nous avons constaté que cette approche favorise clairement les marchés du capital-risque les plus développés, ce qui entraîne une concentration des investissements qui ne contribue pas pleinement à l'émergence d'un marché paneuropéen du capital-risque (voir points [49](#) à [63](#)).

**116** La Commission n'a pas fixé comme objectif, pour ses instruments, l'obtention de rendements élevés. D'une manière générale, les investisseurs privés, dont la participation est essentielle pour la viabilité du marché du capital-risque, sont uniquement attirés par les investissements offrant un rendement élevé. Au total, 101 millions d'euros ont été investis au titre du mécanisme ESU 1998, qui affiche une perte nette globale de 12 millions d'euros depuis sa création. Un tableau similaire se

dégage pour la part déjà réalisée des portefeuilles relevant du mécanisme ESU 2001 et du MIC. Jusqu'à présent, la Commission a toujours octroyé son soutien suivant le principe du *pari passu*, sans renoncer à une partie de sa rémunération au profit des investisseurs privés ni supporter davantage de pertes que ces derniers (voir points 64 à 73).

## Recommandation n° 2 – Élaborer une stratégie d'investissement englobant tous les aspects

---

Pour développer un marché paneuropéen du capital-risque, la Commission devrait:

- a) prendre davantage de mesures concrètes pour stimuler les investissements dans les marchés du capital-risque moins développés et dans les secteurs d'activité moins avancés.

### Quand? Pour la préparation de la nouvelle période de programmation (fin 2020).

Pour réduire la dépendance du marché européen du capital-risque à l'intervention du secteur public, la Commission devrait:

- b) définir des valeurs cibles appropriées au niveau des instruments pour attirer les investisseurs privés, en tenant compte d'objectifs stratégiques précis, ainsi que du développement des différents marchés du capital-risque et secteurs d'activité à l'échelle locale;
- c) étudier la possibilité d'introduire des clauses de désengagement progressif;
- d) envisager de recourir à des formules asymétriques de partage des risques ou des bénéfices en cas de défaillances graves du marché, suivant lesquelles elle renoncerait à une partie de sa rémunération au profit des autres investisseurs, ou supporterait les premières pertes en cas de retours sur investissement négatifs.

### Quand? Avant la négociation des nouvelles conventions de délégation (fin 2022).

## Mise en œuvre des instruments de l'UE

**117** Le FEI est devenu l'un des acteurs les plus importants sur le marché européen du capital-risque, gérant un nombre croissant de mandats. Son processus de vérification préalable est minutieux, et d'une qualité telle qu'il est souvent considéré comme un «sceau d'approbation». Cela étant dit, ce processus est souvent jugé trop long et formaliste, 45 % des gestionnaires de fonds ayant rapporté que le FEI avait mis plus d'un an pour approuver leur demande. Par ailleurs, durant ce laps de temps, les

gestionnaires ont eu affaire à de nombreux interlocuteurs différents, qui n'avaient pas tous la même connaissance de leur dossier.

**118** Les instruments de l'UE en gestion centralisée font double emploi avec un certain nombre d'autres instruments publics également gérés par le FEI. La Commission a reçu peu d'informations sur la manière dont le FEI a décidé dans quel fonds de capital-risque investir et au titre de quel mandat (voir points [86](#) à [95](#)).

**119** Le FEI a éprouvé des difficultés pour clôturer deux des mandats confiés par la Commission qui étaient arrivés à leur terme (ESU 1998 et ESU 2001), parce que les fonds de capital-risque n'étaient pas parvenus à vendre toutes les entreprises de leur portefeuille au terme de leur durée de vie. L'attention n'ayant été attirée que plus tard sur ce problème, la durée de vie de ces deux instruments, qui avait déjà expiré, a dû être prolongée pour permettre au FEI de trouver comment désinvestir (voir points [96](#) à [101](#)).

**120** Nous avons constaté que la Commission avait versé des commissions de démarrage considérables à chaque fois qu'un nouvel instrument était lancé. Nous n'avons observé aucune économie réalisée grâce aux synergies ou au savoir-faire susceptibles d'avoir été développés par le FEI en vingt années de gestion des instruments de l'UE. En outre, la Commission n'était pas informée des coûts réels supportés par le FEI (voir points [105](#) to [107](#)).

**121** Les primes incitatives liées aux objectifs stratégiques ne sont pas entièrement pensées pour favoriser la réalisation des valeurs cibles fixées pour les instruments, pas plus qu'elles ne sont conçues pour encourager pleinement les investissements dans les pays dont les marchés du capital-risque sont moins développés ou dans les secteurs d'activité moins avancés (voir points [108](#) à [110](#)).

### **Recommandation n° 3 – Rationaliser la gestion des instruments de l'UE par le FEI**

---

Pour renforcer l'efficacité, la Commission devrait coopérer avec le FEI afin:

- a) de rationaliser le processus d'approbation des projets en raccourcissant le délai actuel;
- b) de veiller à ce que le FEI mette en œuvre une politique d'attribution des contrats qui permette d'assurer la complémentarité entre les instruments de l'UE et les autres instruments pour lesquels il a reçu un mandat;

- c) de veiller à ce qu'il prévoie suffisamment de solutions de désengagement lorsqu'il approuve un investissement dans un fonds.

**Quand? Pour la négociation des nouvelles conventions de délégation (fin 2022).**

Les commissions de gestion versées au FEI par la Commission devraient:

- d) correspondre au remboursement des coûts de démarrage réellement supportés lors de la mise en place de nouveaux instruments;
- e) être pensées de manière à encourager la poursuite des objectifs généraux des instruments, et notamment le développement d'un marché européen du capital-risque, ainsi qu'à augmenter progressivement une fois que les objectifs de performance minimaux convenus ont été atteints.

**Quand? Pour la négociation des nouvelles conventions de délégation (fin 2022).**

Le présent rapport a été adopté par la Chambre IV, présidée par M. Alex Brenninkmeijer, Membre de la Cour des comptes, à Luxembourg en sa réunion du 17 septembre 2019.

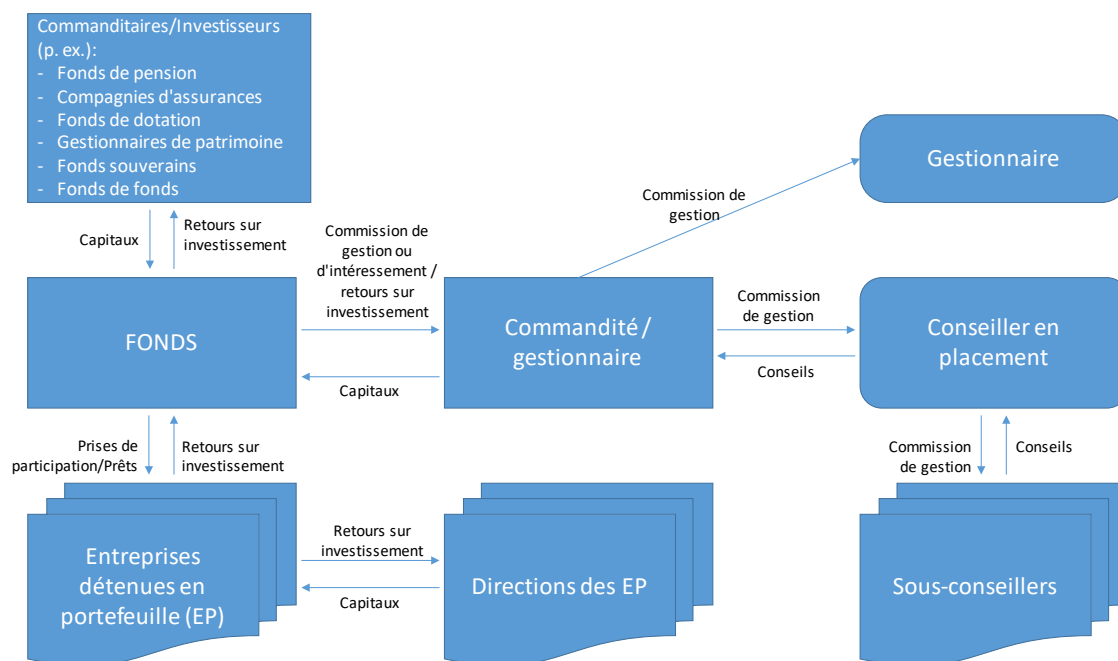
*Par la Cour des comptes*

Klaus-Heiner Lehne  
*Président*



# Annexes

## Annex I — Structure caractéristique d'un fonds de capital-risque

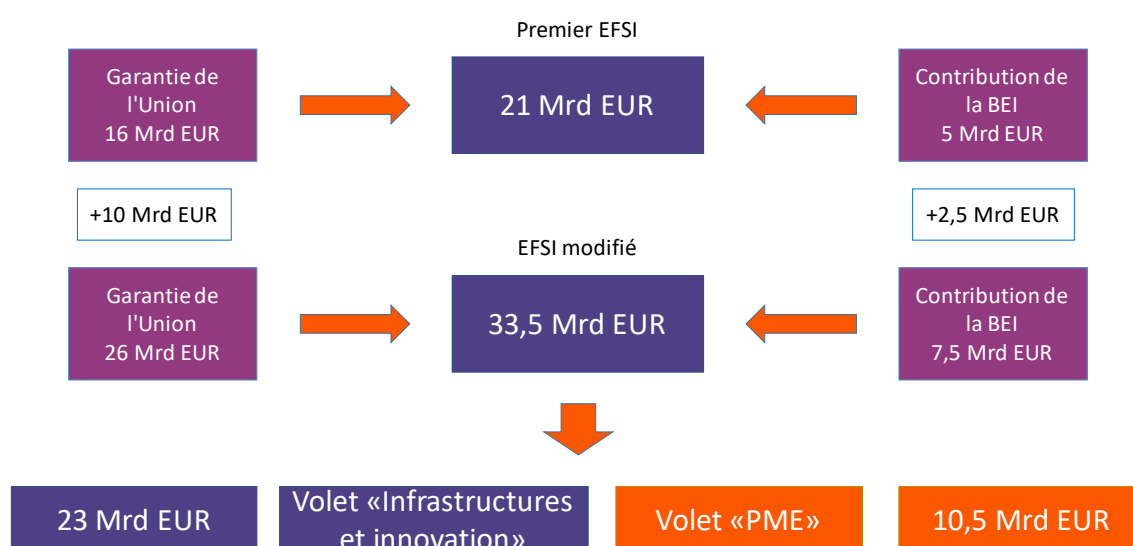


Source: Adapté du manuel de normes professionnelles Invest Europe de 2018.

## Annex II — Le produit de fonds propres du volet «PME» de l'EFSI

**01** En juin 2015, le Parlement a approuvé le règlement EFSI, qui prévoit une garantie de l'UE de 16 milliards d'euros. Avec la contribution de 5 milliards d'euros de la BEI, cela fait un total de 21 milliards d'euros. En décembre 2017, le Parlement a approuvé une augmentation de 10 milliards d'euros du montant de la garantie de l'UE, qui a ainsi été portée à 26 milliards d'euros. Le groupe BEI a également augmenté sa contribution de 2,5 milliards d'euros, la portant à 7,5 milliards d'euros. Au total, un montant de 33,5 milliards d'euros a ainsi été budgétisé. La *figure 9* illustre cette évolution.

**Figure 9 – Évolution de la garantie de l'UE au titre de l'EFSI**



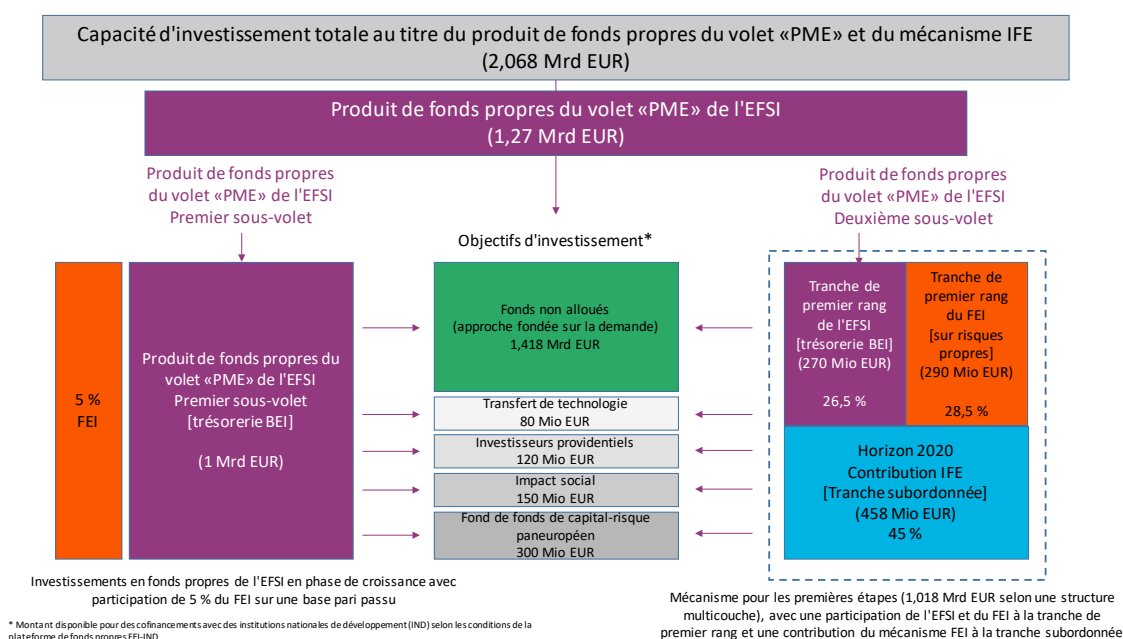
Source: Rapport 2017 de la BEI/du FEI.

**02** Ce montant total de 33,5 milliards d'euros est réparti en deux volets: i) le volet «Infrastructures et innovation» et ii) le volet «Petites et moyennes entreprises». À la suite de l'augmentation du montant de la garantie de l'UE au titre de l'EFSI, le volet «PME» a été augmenté de 5,5 milliards d'euros pour atteindre 10,5 milliards d'euros, dont 6,5 milliards d'euros seront couverts par le budget de l'Union.

**03** Le produit de fonds propres relève du volet «PME» de l'EFSI. Il comprend deux sous-volets. Au titre du premier sous-volet, le FEI réalise des investissements en fonds propres dans: i) des fonds de capital-risque ciblant les PME en phase d'expansion et de croissance; ii) des fonds de capital-risque investissant à tous les stades de développement des PME; iii) des entreprises à finalité sociale. La garantie maximale de l'UE couvre un montant de 1 milliard d'euros, tandis que la liquidité est fournie par la BEI. Le FEI doit en outre financer 50 millions d'euros à ses propres risques.

**04** Le deuxième sous-volet constitue une tranche de premier rang du mécanisme IFE. Il a été ajouté, avec la tranche de premier rang de la BEI, en complément au mécanisme IFE déjà en place (Horizon 2020). La **figure 10** donne une vue d'ensemble du produit de fonds propres du volet «PME» de l'EFSI tel qu'il était avant l'augmentation du montant de la garantie de l'UE au titre de l'EFSI.

**Figure 10 – Structure du produit de fonds propres du volet «PME» de l'EFSI avant l'augmentation du montant de la garantie de l'UE au titre de l'EFSI**



Source: Document SB/16/16 du comité de pilotage de l'EFSI.

**05** Un investissement de 100 euros au titre du premier sous-volet serait financé à hauteur de 95,2 euros par la BEI, avec la garantie de l'UE, et de 4,8 euros sur les capitaux propres du FEI. Le risque serait partagé *pari passu* selon un rapport 4,8/95,2.

**06** Dans le cadre du deuxième sous-volet, chaque investissement est financé en fonction du pourcentage des différentes tranches. Pour un investissement de 100 euros, 45 euros seraient financés sur la tranche subordonnée du mécanisme IFE, 26,5 euros sur la tranche de premier rang de la BEI (avec une garantie apportée par l'UE par l'intermédiaire du produit de fonds propres du volet «PME» de l'EFSI), et 28,5 euros sur la tranche de premier rang du FEI. Le mécanisme IFE supporterait seul toute perte jusqu'à concurrence de 45 euros; au-delà de ce seuil, les pertes seraient supportées *pari passu* par le budget de l'UE et par la tranche de premier rang du FEI selon un rapport 26,5/28,5.

**07** À la suite de l'augmentation du montant de la garantie de l'UE au titre de l'EFSI, le comité de pilotage de ce dernier a décidé d'augmenter de 1,05 milliard d'euros la garantie de l'UE pour le produit de fonds propres du volet «PME» de l'EFSI, pour la porter à 2,32 milliards d'euros en octobre 2018. Sur ce montant complémentaire, 950 millions d'euros étaient destinés au premier sous-volet, et les 100 millions d'euros restants, au deuxième.

**08** Compte tenu de la clé de répartition des risques présentée à la [figure 10](#) le FEI sera tenu de co-investir un montant supplémentaire de 47 millions d'euros (4,8 %) dans le premier sous-volet. L'augmentation supplémentaire de la garantie de l'UE pour le deuxième sous-volet à concurrence de 100 millions d'euros implique également une augmentation de 170 millions d'euros pour la contribution de l'UE au titre du mécanisme IFE et de 108 millions d'euros pour la tranche de premier rang du FEI.

**09** La capacité d'investissement totale de 2,068 milliards d'euros, telle qu'elle apparaît à la [figure 10](#), augmentera donc de 1,375 milliard d'euros pour atteindre 3,443 milliards d'euros. Ce montant comprend 2,948 milliards d'euros provenant des programmes en gestion centralisée, auxquels s'ajoutent 495 millions d'euros au titre des tranches financées par le FEI à ses propres risques.

**10** L'augmentation souhaitée a nécessité une nouvelle modification de la convention de délégation relative à l'EFSI, qui n'a été signée qu'à la mi-décembre 2018.

### Annex III — Composition des commissions de gestion versées par la Commission au FEI, par instrument

		ESU 1998 ESU 2001	MIC	EFG	IFE	EFSI
Commission pour frais administratifs	Commission de démarrage	✓	✓	✓	✓	✓
	Commission de signature	✓	✓	✓		✓
	Commission annuelle de suivi		✓	✓		✓
	Commission de base		✓		✓	
	Frais de clôture de l'opération					✓
Prime incitative liée aux objectifs stratégiques	Nombre de fonds	✓	✓	✓	✓	
	Nombre de nouveaux pays où des financements sont octroyés à des bénéficiaires finals			✓	✓	✓
	Effet de levier atteint			✓	✓	
	Nombre de bénéficiaires finals éligibles		✓	✓		
	Montant investi auprès des bénéficiaires finals éligibles		✓	✓	✓	✓
	Nombre d'opérations impliquant des investisseurs providentiels ou des transferts de technologie				✓	✓
	Engagements impliquant des investisseurs providentiels ou des transferts de technologie				✓	
Commission de gestion de la trésorerie			✓	✓	✓	

Source: Cour des comptes européenne, sur la base des conventions de délégation.

# Acronymes et abréviations

**BEI** – Banque européenne d'investissement

**C&E** – Initiative en faveur de la croissance et de l'emploi

**COSME** – Programme pour la compétitivité des entreprises et des petites et moyennes entreprises

**EFG** – Mécanisme de fonds propres pour la croissance

**EFSI** – Fonds européen pour les investissements stratégiques

**ESU 1998** – Mécanisme européen des technologies start-up pour la période de programmation pluriannuelle commençant en 1998

**ESU 2001** – Mécanisme européen des technologies start-up pour la période de programmation pluriannuelle commençant en 2001

**FEI** – Fonds européen d'investissement

**IFE** – Mécanisme de fonds propres du dispositif InnovFin pour les premières étapes (*InnovFin Equity Facility for Early Stage*)

**InvestEU** – Projet de programme pour la période de programmation pluriannuelle 2021-2027

**MIC** – Mécanisme en faveur des PME innovantes et à forte croissance

**OPS** – Première offre publique de souscription

**PIB** – Produit intérieur brut

**PIC** – Programme-cadre pour l'innovation et la compétitivité

**PME** – Petites et moyennes entreprises

**PPA** – Programme pluriannuel pour les entreprises et l'esprit d'entreprise

**Produit de fonds propres du volet «PME» de l'EFSI** – Produit de fonds propres du volet «Petites et moyennes entreprises» du Fonds européen pour les investissements stratégiques ([annexe II](#))

# Glossaire

**Aide d'État:** soutien direct ou indirect fourni par les pouvoirs publics à une entreprise ou à une organisation, qui lui confère un avantage par rapport à ses concurrents. L'UE s'est dotée de règles régissant les aides d'État en vue d'éviter des distorsions au sein du marché unique. La Commission veille à ce que ces règles soient respectées.

**Analyse d'impact:** collecte et analyse d'informations en vue de déterminer les avantages et inconvénients probables d'une action envisagée afin de soutenir la prise de décision.

**Capital-investissement:** prise de participation dans une entreprise privée non cotée en bourse dans une optique d'intérêt à moyen ou à long terme, et qui est revendue par la suite. L'injection de capitaux permet de financer le démarrage ou le développement de l'entreprise.

**Capital-risque:** capitaux investis, en échange d'une participation, dans de jeunes entreprises (*start-ups*) ou dans des entreprises innovantes et émergentes présentant une large part de risque et nécessitant des conseils d'experts pour développer leur activité.

**Évaluation ex ante:** évaluation réalisée en amont de la mise en œuvre d'une intervention. Elle porte, par exemple, sur les besoins, l'ampleur du déficit de financement, la valeur ajoutée européenne et les synergies potentielles avec d'autres instruments de financement.

**Fonds de capital-risque:** fonds d'investissement gérant des capitaux apportés par des investisseurs professionnels désireux d'investir dans des PME à fort potentiel de croissance.

**Fonds de fonds:** fonds commun de placement qui, au lieu d'investir directement, investit dans d'autres fonds.

**Garantie budgétaire:** engagement juridique à couvrir les investissements réalisés par des partenaires financiers en fournissant, dans certaines circonstances, des fonds provenant du budget de l'UE pour honorer une obligation de paiement dans le cadre d'un programme bénéficiant du concours de l'UE.

**Instrument financier:** soutien financier provenant du budget de l'UE et prenant la forme de participations, de quasi-participations, de prêts ou de garanties, ou d'autres instruments de partage des risques.

**Instruments en gestion centralisée:** investissement financé ou garanti par le budget de l'UE et géré par la Commission.

**Investisseur fondamental:** investisseur de confiance qui acquiert une participation importante dans un fonds de capital-risque. Les investisseurs de ce type jouent un rôle important dans la mesure où ils permettent d'avoir la garantie qu'une proportion déterminée des parts sera vendue et du fait de la crédibilité qu'ils confèrent à l'investissement.

***Pari passu:*** principe selon lequel tous les investisseurs investissent aux mêmes conditions et jouissent des mêmes droits.

**Première offre publique de souscription:** processus consistant à lancer la vente ou la distribution au public des actions d'une société pour la première fois.



**RÉPONSES DE LA COMMISSION AU RAPPORT SPÉCIAL  
DE LA COUR DES COMPTES EUROPÉENNE**

**«INTERVENTIONS DE CAPITAL-RISQUE DE L'UE EN GESTION  
CENTRALISÉE : DES INVESTISSEMENTS CONSÉQUENTS  
QU'IL CONVIENDRAIT DE CANALISER D'AVANTAGE»**

**SYNTHÈSE**

I. L'objectif principal des six instruments audités est d'améliorer, sur la période allant 1998 à 2036, l'accès des petites entreprises au financement en fonds propres. S'échelonnant sur plusieurs générations successives, la stratégie d'investissement de ces instruments a naturellement évolué au fil du temps, en réaction à l'évolution de la situation du marché et des priorités politiques.

Bien qu'il ne se concentre pas principalement sur l'impact des instruments audités sur les entreprises financées, le rapport formule un certain nombre d'observations visant à déterminer s'ils contribuent au développement des marchés de capital-risque dans l'UE, et en particulier au développement des marchés moins développés, qui, pour certains de ces instruments, ne constitue qu'un objectif accessoire.

D'autres interventions de la Commission, dans les domaines de la réglementation et de la cohésion, peuvent aussi avoir un impact sur le développement des marchés dans certains États membres, y compris ceux dont les marchés sont les moins développés. Ces interventions n'entraient pas dans le champ d'examen de l'audit.

IV. La Commission s'est fondée sur des évaluations ex ante et sur les études de marché disponibles. Les instruments comportent des mécanismes structurels intégrés qui leur permettent de réagir aux changements potentiels de la capacité d'absorption.

Chaque année, la Commission présente à l'autorité budgétaire des rapports accessibles au public, tels que le rapport prévu à l'article 41, paragraphe 4, du règlement financier. En outre, la Commission publie des rapports qui comprennent, entre autres, des précisions quant à l'impact des instruments sur les investissements mobilisés et l'emploi.

V. Dans aucun des programmes en question, «un investissement des fonds dans les marchés de capital-risque ou les secteurs d'activité les moins développés» ne fait partie des objectifs premiers du législateur. Or, la Commission évalue les programmes et leurs stratégies d'investissement en fonction des objectifs énoncés, et non sur la base d'autres critères.

La Commission a défini une approche relativement large pour soutenir l'accès des petites et moyennes entreprises (PME) au financement par le biais du marché du capital-risque. Cette approche repose sur un ensemble de mesures qui peuvent contribuer, directement ou indirectement, à soutenir le financement à risque: interventions réglementaires, interventions par le biais de programmes en gestion partagée et programmes en gestion centralisée. Les instruments audités ne constituent qu'un sous-ensemble de ces mesures.

Un certain nombre d'États membres dont les marchés du capital-risque sont moins développés ont largement bénéficié de ces instruments.

VI. La Commission a étudié la possibilité d'octroyer une partie du retour sur investissement obtenu par l'UE aux investisseurs privés. Cette possibilité a été analysée lors la phase de conception de plusieurs instruments.

En effet, les investissements *non-pari passu* sont déjà explicitement autorisés pour les investissements sociaux dans le cadre du produit d'investissement en fonds propres de l'EFSI. En outre, la Commission poursuit l'examen de la modalité d'investissement *non pari passu* prévue dans le cadre du volet «PME» du Fonds européen pour les investissements stratégiques (EFSI).

VII. La Commission rappelle qu'un investissement du Fonds européen d'investissement (FEI) dans un fonds est souvent considéré comme un label de qualité. De nombreuses catégories d'investisseurs s'appuient en effet sur la participation du FEI à un fonds pour investir eux-mêmes dans ce dernier. L'engagement du FEI a donc des effets de catalyseur et de tenue de marché. Une telle réputation ne peut être maintenue que grâce à une évaluation de haute qualité et à l'application d'un processus de vérification préalable, ce qui prend inévitablement du temps.

La politique d'attribution des contrats du FEI a été révisée tout au long de l'année 2018. Elle a été présentée à la Commission, et le FEI s'est engagé à discuter de toute mise à jour du système avec la Commission. Le système est basé sur des critères objectifs et prédéfinis, combinant l'analyse de facteurs quantitatifs et qualitatifs. Le processus est coordonné par un service indépendant et toutes les décisions d'attribution sont dûment enregistrées dans les systèmes du FEI.

Actuellement, l'ensemble du marché souffre d'un problème de «gestion de fin de vie» des fonds, c'est-à-dire de difficultés à clôturer les anciens fonds.

Une stratégie globale a été adoptée pour la clôture des mandats, conformément à la base juridique.

VIII. Comme elle l'a également souligné, à propos d'une conclusion d'audit similaire, dans ses réponses au rapport spécial n° 20/2017 de la CCE relatif aux garanties de prêts financés par l'UE, et notamment au point 40 de ce rapport, la Commission estime qu'il est utile de disposer de données sur les coûts supportés par le partenaire de mise en œuvre avant de commencer à négocier les commissions. C'est pourquoi la Commission demande à avoir une estimation de ces coûts chaque fois que cela est possible, analyse régulièrement les états financiers du FEI pour savoir quel revenu le FEI tire de ces commissions et dans quelle mesure il contribue à sa rentabilité globale; plus généralement, elle poursuit ses efforts pour obtenir davantage de données détaillées et pertinentes sur les coûts de gestion des instruments financiers. Cependant, ces données peuvent ne pas provenir d'instruments directement comparables. Néanmoins, même en l'absence de telles données, la Commission devrait être en mesure de finaliser les négociations sur la base des informations disponibles.

Les commissions de démarrage sont destinées à dédommager le partenaire de mise en œuvre pour les négociations détaillées préalables à la mise en place d'instruments, pour l'élaboration de nouveaux contrats types pour les nouveaux instruments ou les instruments révisés, pour le lancement d'appels à manifestations d'intérêt et pour l'adaptation des systèmes de compte rendu et d'audit. La Commission tient à rappeler que le cadre juridique régissant la mise en œuvre des instruments financiers s'est considérablement développé au fil du temps (p.ex. les dispositions du règlement financier régissant les instruments financiers sont devenues très sophistiquées et détaillées, ce qui exige davantage d'efforts et de savoir-faire de la part du partenaire de mise en œuvre).

Le paiement de commissions de démarrage est donc justifié et leur montant approprié.

De plus, les commissions incitatives des instruments correspondent à leurs objectifs annoncés.

IX. Pour les raisons exposées dans les réponses aux recommandations, la Commission n'est pas en mesure de toutes les accepter dans leur intégralité.

## **INTRODUCTION**

10. La législation de l'UE comprend déjà des règles harmonisées sur les fonds privés investissant sous label européen dans des projets de capital-risque, à savoir les fonds de capital-risque européens (règlement (UE) n° 345/2013 relatif aux fonds de capital-risque européens), les fonds d'infrastructure européens (règlement (UE) 2015/760 relatif aux fonds européens d'investissement à long terme) et les fonds européens qui investissent dans l'économie sociale (règlement (UE) n° 346/2013 relatif aux fonds d'entrepreneuriat social européens). Ces règlements facilitent l'identification des fonds de capital-risque européens présentant certaines caractéristiques communes et permettent ainsi aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs, aux investisseurs et aux entreprises destinataires des investissements de les identifier plus facilement en tant qu'instruments de placement, cibles d'investissement ou investisseurs institutionnels potentiels, respectivement. Les activités de l'Autorité européenne des marchés financiers favorisent également la convergence.

12. L'évolution des levées de fonds pour l'ensemble de la période écoulée depuis 2007 donne une idée plus complète de la situation. Selon les données d'*Invest Europe*<sup>1</sup>, la part publique du financement par capital-risque a augmenté à partir de 2007, atteignant un sommet de 34,7 % en 2011, puis est restée très volatile, augmentant et diminuant jusqu'en 2018, où elle s'est chiffrée à 18 %.

En outre, il convient de noter que ces données incluent également d'autres entités publiques que l'UE. La part des mandats révisés de l'UE sur l'ensemble des levées de fonds était d'environ 1,9 % en 2018.

Encadré 2. Les évaluations actuelles montrent que les portefeuilles d'investissements offrent globalement de bonnes perspectives de rentabilité, ce qui en fait un moyen efficace d'atteindre les objectifs stratégiques visés. Les instruments de capital-risque ont soutenu des fonds qui ont permis à des centaines d'entreprises innovantes à des stades clés de leur développement d'accéder à des financements, y compris des entreprises porteuses d'innovations majeures tels que Skype, Spotify ou de jeunes pousses développant des produits à base de graphène, découverte qui a donné lieu à l'attribution du prix Nobel de physique en 2010.

17. L'augmentation du budget disponible pour ces instruments s'explique par le fait que ces instruments sont devenus un mécanisme de soutien établi, après les projets pilotes de la fin des années 1990 et du début des années 2000. En outre, l'EFSI a considérablement augmenté son soutien, en tant que mécanisme de relance de l'investissement à la suite de la crise financière et économique.

18. Outre le respect des critères d'éligibilité, l'attribution est fondée sur la vérification de la cohérence de l'investissement avec les politiques menées et sur l'évaluation de la valeur ajoutée obtenue en le soutenant; autrement dit, en l'absence de valeur ajoutée, l'investissement n'aura pas lieu.

---

<sup>1</sup> *InvestEurope*, 2018 European Private Equity Activity. <https://www.investeurope.eu/media/811517/invest-europe-2018-european-private-equity-activity.pdf>.

20. La Commission confirme qu'effectivement, jusqu'à 343 millions d'euros sont disponibles pour des investissements dans des fonds de fonds, mais que ces ressources peuvent aussi être automatiquement utilisées pour d'autres types d'investissements dans le cadre des différents mécanismes existants, si les investissements dans des fonds de fonds ne se concrétisent pas.

23. Il est important de relativiser le rôle du FEI sur le marché européen du capital-risque.

Les 1,4 milliard d'euros engagés par le FEI en 2018 doivent être comparés aux 11,4 milliards d'euros levés en 2018 en faveur du capital-risque dans l'UE. Le FEI a donc représenté, en 2018, 12 % des capitaux levés dans l'UE sur ce segment de marché. En outre, le FEI utilise de nombreux mandats pour cette activité, y compris des mandats commerciaux et ses ressources propres. Les investissements que le FEI oriente vers le marché avec le soutien du budget de l'UE ne représentent qu'environ 1,9 % des levées de capital-risque dans l'UE. Le rôle des mandats soutenus par l'UE est donc de se concentrer sur les défaillances du marché là où le soutien financier public est le plus nécessaire.

## **OBSERVATIONS**

30. Réponse commune aux points 30 à 36:

La Commission procède à une quantification ex ante des besoins du marché – et, plus important encore, des déficits de financement – et de la capacité d'absorption des fonds, en utilisant les meilleures informations sur le marché que peuvent fournir les techniques statistiques standard et en recourant aux services de conseil disponibles. Toutefois, les données sont très limitées en raison de la nature même du financement par capital-risque, car l'entreprise destinataire des investissements ne divulgue pas d'informations privées sur ses perspectives commerciales et sa solvabilité financière.

En l'absence de données fiables et suffisantes, la Commission estime que les enquêtes et les analyses qualitatives constituent une méthode valable pour évaluer les lacunes du marché.

Suivant une approche similaire, le Parlement européen précise: «En résumé, l'Europe souffre d'une insuffisance de l'offre, c'est-à-dire des capitaux pouvant être levés auprès d'investisseurs institutionnels privés. Elle souffre en outre d'une offre de faible qualité, comme en témoigne le faible nombre de fonds de capital-risque qualifiés, expérimentés et suffisamment importants. Ces problèmes sont évidemment étroitement liés: des fonds de capital-risque de meilleure qualité attireraient les investisseurs institutionnels, ce qui se traduirait par une progression quantitative du capital-risque.» [Source: «Potential of Venture Capital in the European Union» (Potentiel du capital-risque dans l'Union européenne), Direction générale des Politiques internes du Parlement européen, 2012].

Pratiquement tous les documents de la Commission sur le sujet reconnaissent l'existence d'un déficit de financement des PME (y compris pour le capital-risque), ce qui implique que l'offre de capital-risque est insuffisante dans l'UE.

33. La Commission s'est appuyée sur des études de marché. Plusieurs d'entre elles, réalisées aussi bien au sein de la Commission (par ex. Buti 2014a<sup>2</sup> et 2014b<sup>3</sup>) qu'à l'extérieur (par ex.

---

<sup>2</sup> Marco Buti et Philipp Mohl: «Lacklustre investment in the Eurozone: Is there a puzzle?» *Vox*, juin 2014.  
<https://voxeu.org/article/raising-investment-eurozone>.

Barkbu et al. 2015<sup>4</sup> et BEI 2013<sup>5</sup>), concluent à un déficit d'investissement. Ce déficit a été opérationnalisé dans des documents internes. En ce qui concerne les déficits de financement en capital-risque pour les PME, elle disposait d'études, basées sur les données de l'Association européenne des sociétés de capital-investissement et de capital-risque (EVCA) et d'*Invest Europe* (par ex. ESRI 2014<sup>6</sup> ou Lopez de Silanes et al. 2015<sup>7</sup>), qui font apparaître aussi bien les lacunes que le développement insuffisant du marché du capital-risque.

36. Le risque que les fonds ne puissent pas être absorbés est traité de manière structurelle: les instruments ont tous des affectations qui ne sont pas fixes, mais sont soumises à des plafonds et intègrent des possibilités de redéploiement vers d'autres actions. En outre, cinq des six instruments analysés reposent directement sur des contributions budgétaires annuelles et leur taille peut être modulée. Par conséquent, lorsque les lacunes du marché sont entièrement comblées, les mécanismes ne reçoivent pas de ressources supplémentaires. C'est ce qui explique que la Commission ait jusqu'à présent réussi à gérer ce risque.

Encadré 3. L'étude de 2011 était basée sur la réalité du marché à l'époque. Étant donné que la taille du marché du capital-risque a plus que doublé depuis lors, la Commission est d'avis que les conclusions de cette étude ne correspondent pas totalement à la réalité actuelle. L'étude n'a pas été en mesure d'anticiper les évolutions du marché et, comme le montrent les avancées obtenues, les mandats de la Commission permettent sans aucun problème d'exécuter les budgets alloués aux interventions en faveur du capital-risque. En 2018, la part des interventions en capital-risque auditées, par rapport à l'ensemble des capitaux levés dans l'UE, était de 1,9 %.

38. La Commission tient à souligner que i) les effets économiques et l'impact sur l'emploi (pour les instruments, depuis 2007) sont suffisamment couverts dans les rapports produits par le FEI et que ii) les études n'ont évidemment pas analysé principalement l'impact des interventions sur le secteur du capital-risque, puisque le développement du marché et l'impact sur le secteur ne faisaient pas du tout partie des objectifs de la plupart des mécanismes audités et ne constituaient que des objectifs secondaires pour les autres.

39. Le calendrier des rapports et des évaluations ex post est clairement indiqué dans la législation de base adoptée par le Conseil et le Parlement européen.

Même si la Commission pouvait influencer sur ce calendrier, il y a clairement un arbitrage à opérer entre l'utilité d'une évaluation et le fait de disposer de données exhaustives. Pour

---

<sup>3</sup> Marco Buti: «Lacklustre investment in the Eurozone: The policy response» *Vox*, décembre 2014. <https://voxeu.org/article/lacklustre-investment-eurozone-policy-response>.

<sup>4</sup> Bergljot B. Barkbu, Pelin Berkmen, Pavel Lukyantsau, Sergejs Saksonovs et Hanni Schoelermann: «Investment in the Euro Area: Why Has It Been Weak?» *IMF Working Paper* n° 15/32, 19 février 2015. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Investment-in-the-Euro-Area-Why-Has-It-Been-Weak-42717>.

<sup>5</sup> BEI: *Investment and Investment Finance in Europe 2013*, 14 novembre 2013. <https://www.eib.org/en/infocentre/publications/all/investment-and-investment-finance-in-europe.htm>.

<sup>6</sup> ESRI: *Access to External Financing and Firm Growth*. Background Study for the European Competitiveness Report 2014, mai 2014. [https://www.google.be/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=2ahUKEwjY\\_475pujeAhVQKuwKHTn6AI4QFjABegQIAxAC&url=https://ec.europa.eu/docsroom/documents/8786/attachments/1/translations/en/renditions/pdf&usq=AOvVaw2SPzwIL4aRoQVrA\\_MZ19Y8](https://www.google.be/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=2ahUKEwjY_475pujeAhVQKuwKHTn6AI4QFjABegQIAxAC&url=https://ec.europa.eu/docsroom/documents/8786/attachments/1/translations/en/renditions/pdf&usq=AOvVaw2SPzwIL4aRoQVrA_MZ19Y8)

<sup>7</sup> Florencio Lopez de Silanes Molina, Joseph McCahery, Dirk Schoenmaker et Dragana Stanicic: *The European Capital Markets Study. Estimating the Financing Gaps of SMEs*. Rapport réalisé à la demande du ministère néerlandais des Finances et la BERD, juillet 2015. [https://web.archive.org/web/20161213054417/http://www.dsf.nl/wp-content/uploads/2015/09/European-Capital-Markets-Study\\_2015\\_FINAL-15-7.pdf](https://web.archive.org/web/20161213054417/http://www.dsf.nl/wp-content/uploads/2015/09/European-Capital-Markets-Study_2015_FINAL-15-7.pdf).

pouvoir prendre en compte les recommandations d'une évaluation, les résultats doivent être connus avant la conception du nouveau programme. Une évaluation plus tardive s'appuiera peut-être sur davantage de données, mais elle arrivera trop tard pour être prise en compte dans le programme suivant.

40. Deuxième tiret: les instruments financiers du mécanisme en faveur des PME innovantes et à forte croissance (MIC) n'étaient qu'un volet parmi d'autres du programme-cadre pour l'innovation et la compétitivité. Le calendrier d'exécution des évaluations était prescrit par la base juridique et n'aurait donc pas pu être modifié.

41. Les méthodes qualitatives, les entretiens et les enquêtes sont des sources d'informations pertinentes, en particulier dans les situations où l'on ne dispose pas de données statistiques complètes et détaillées. En outre, plus récemment, depuis 2015, le FEI réalise des analyses d'impact économique, qui incluent aussi le capital-risque (y compris les mandats de l'UE) et font l'objet d'une analyse attentive de la part de la Commission.

42. Une analyse contrefactuelle ne peut être réalisée que quelques années après la fin des opérations financières du programme, qui peut parfois avoir lieu plus de deux décennies après son lancement. Les données sur les emplois créés et maintenus ont été communiquées régulièrement dans le cadre des procédures de rapport standard et peuvent être facilement comparées à l'évolution de l'emploi dans l'ensemble de l'économie.

43. La référence de la CCE aux projets VICO en tant qu'exemples pour l'évaluation des programmes confirme en fait l'argument de la Commission en faveur d'un arbitrage strict entre le respect des délais et l'exhaustivité des évaluations ex post. En effet, les projets VICO ont été réalisés par un consortium de neuf universités et centres de recherche sur une période de trois ans, une entreprise qui ne peut guère servir de modèle pour effectuer en temps opportun des évaluations spécifiques de programmes individuels. Surtout, les projets VICO ne sont pas des évaluations de programmes spécifiques, s'étalant sur la durée; ils ne font que comparer un échantillon représentatif d'entreprises financées par du capital-risque à des entreprises financées par d'autres types de capitaux, et se penchent plus particulièrement, dans le premier groupe, sur des entreprises financées par du capital-risque public, qu'il soit ou non national, géré de manière centrale au niveau de l'UE ou lié aux politiques structurelles de l'UE, qu'il ait été financé récemment ou non, et qu'il soit ou non financé par l'initiative en faveur de la croissance et de l'emploi, par le programme pluriannuel pour les entreprises et l'esprit d'entreprise ou par le mécanisme en faveur des PME innovantes et à forte croissance (MIC). En substance, cette perspective différente impliquait l'utilisation d'une méthodologie qui ne peut être reprise dans le cas des évaluations de programmes.

45. Bien qu'aucun objectif n'ait été fixé pour le nombre de salariés des entreprises bénéficiaires, l'impact des interventions sur les emplois créés et maintenus est surveillé, et il en est rendu compte.

47. Réponse de la Commission au point 47 et à l'intitulé qui le précède.

La Commission a mis en place une approche relativement globale pour soutenir l'accès des PME au financement via le marché du capital-risque. Elle utilise un ensemble de mesures qui peuvent contribuer, directement ou indirectement, à soutenir le financement à risque: interventions réglementaires, interventions par le biais de programmes en gestion partagée, et programmes en gestion centralisée. Les instruments audités ne constituent qu'un sous-ensemble de ces mesures. L'objectif premier des interventions de l'UE était de soutenir l'emploi et la croissance ainsi que l'innovation, et non la création de marchés du capital-risque.

48. La Commission considère que le pays de domiciliation du fonds n'a que peu d'importance. Tous les États membres de l'UE ne disposent pas d'un cadre réglementaire approprié pour les fonds de capital-risque. Cela est particulièrement important pour les fonds multinationaux, qui ne sont généralement établis que dans certains États membres de l'UE, ceux dont le cadre juridique est développé et a été testé. En fin de compte, le pays de domiciliation du fonds ne fournit pas souvent d'indication claire quant à la couverture géographique réelle des investissements du fonds.

50. Tous les instruments audités exigent une diversification géographique et encouragent le FEI à opérer dans autant d'États membres de l'UE que possible, ce qui l'incite clairement à intervenir également dans les États membres dont les marchés sont moins développés.

Dans les limites de la politique établie pour un instrument financier donné, le succès d'un instrument dépend du marché. Comme la CCE l'a souligné tout au long de son analyse, la capacité d'absorption joue un rôle important dans la mise en œuvre des instruments. Si aucune demande de qualité (c'est-à-dire une demande respectant des normes minimales) ne provient d'un marché peu développé, il n'est pas possible d'y investir. L'égalité d'accès aux instruments est assurée, puisque les demandes font suite à des appels à manifestations d'intérêt ouverts.

51. Voir la réponse de la Commission au point 48.

52. La Commission a proposé une série de mesures visant à rendre la distribution transfrontière des fonds d'investissement, y compris les fonds de capital-risque européens, plus efficace (plus simple, plus rapide et moins coûteuse).

Conformément au plan d'action en faveur de l'union des marchés des capitaux, ces initiatives visent à faciliter la pénétration des fonds de capital-investissement privés dans l'Union, à mobiliser et à canaliser davantage de capitaux vers les petites et moyennes entreprises innovantes, à harmoniser des exigences nationales divergentes et à les rendre plus transparentes et moins pesantes.

Des modifications ciblées du règlement (UE) n° 345/2013 relatif aux fonds de capital-risque européens ont été introduites en 2017 et sont applicables depuis le 1<sup>er</sup> mars 2018 (règlement (UE) 2017/1991, modifiant le règlement (UE) n° 345/2013). La Commission a adopté en février 2019 des spécifications supplémentaires relatives aux règles s'appliquant aux fonds de capital-risque européens, qui seront applicables à compter du 11 décembre 2019 (règlement délégué (UE) 2019/820). D'autres initiatives visant à faciliter la distribution transfrontière des fonds de capital-risque européens ont été adoptées par les colégislateurs en avril 2019 et entreront en vigueur durant l'été 2019.

Les initiatives législatives susmentionnées étaient en suspens au moment des travaux préparatoires de l'enquête du FEI (l'enquête a été publiée en avril 2018). En outre, ces initiatives visaient à faciliter la distribution transfrontière des investissements de capital-risque européens et à rationaliser davantage les règles applicables pour répondre également aux préoccupations signalées par l'enquête du FEI.

En ce qui concerne les systèmes fiscaux, toutefois, à l'heure actuelle, le système fiscal est essentiellement une prérogative des États membres et toute initiative de rapprochement au niveau de l'UE nécessiterait une décision à l'unanimité du Conseil.

54. C'est dans les plus grandes économies de l'UE que l'on observe la plus forte concentration d'investissements. En 2017, la France, l'Allemagne et le Royaume-Uni étaient les plus grandes économies du point de vue de leur part dans le PIB de l'UE, dont elles représentaient ensemble 51,4 %. Cette situation est donc parfaitement naturelle et ne suggère

pas une concentration excessive dans ces États membres. Elle reflète simplement la réalité économique.

56. La Commission tient à souligner que l'expansion des marchés peu développés n'est pas l'objectif premier des mécanismes audités, à l'exception du MIC, qui le mentionne après l'objectif de contribution à la création et au financement des PME, et certains mécanismes qui le mentionnent comme un objectif accessoire. Pour justifier un investissement, il faut à la fois respecter les conditions d'admissibilité au regard des exigences stratégiques du mandat concerné et présenter des éléments de valeur ajoutée.

La Commission a également recours à d'autres instruments qui pourraient contribuer à «favoriser la mise en place d'un marché européen du capital-risque» et qui n'ont pas fait l'objet du présent audit.

Les fonds de capital-risque bénéficiant du concours de l'UE ont investi dans de nombreux États membres, également grâce à des instruments en gestion partagée. Les États membres peuvent décider d'investir les fonds qui leur sont alloués au titre du Fonds européen de développement régional (FEDER) dans des prêts, des garanties bancaires et du capital-investissement ou du capital-risque. La Commission encourage activement l'utilisation de ces instruments. Au cours de la période 2014-2020, certains États membres, en particulier la Pologne, la Hongrie et la Bulgarie, ont consacré une part substantielle de ces allocations du FEDER à des prises de participation et à du capital-investissement ou du capital-risque (environ 1,2 milliard, 480 millions et 340 millions d'euros respectivement).

En outre, à titre d'exemple de telles initiatives d'investissement gérées par le FEI, on peut citer le Fonds de fonds d'Europe centrale (créé en partenariat avec les autorités nationales d'Autriche, de République tchèque, de Slovaquie, de Hongrie et de Slovénie) et le Baltic Innovation Fund.

62. Voir la réponse de la Commission aux points 30 à 36.

63. L'intervention de l'UE vise toujours tous les États membres et les fonds doivent être accessibles aux demandeurs de tous les États membres aux mêmes conditions.

64. La Commission considère que le respect du principe de subsidiarité ou l'apport d'une valeur ajoutée suppose qu'il puisse être plus efficace ou plus efficient d'agir au niveau de l'UE qu'au niveau des États membres.

65. Outre la nécessité d'assurer la cohérence avec les règles en matière d'aides d'État, la Commission a pour but d'attirer des investisseurs privés dans le secteur du capital-risque.

COSME (Programme pour la compétitivité des entreprises et des petites et moyennes entreprises), InnovFin (Financement européen de l'innovation) et l'EFSI ont tous des objectifs globaux ambitieux au niveau de leur portefeuille, comme en témoignent leurs objectifs en termes d'effet de levier, les multiplicateurs retenus ou le suivi exercé sur le volume total des investissements obtenus. Dans les rapports consacrés à la réalisation de ces objectifs, les investissements du groupe FEI/BEI ou des banques de développement ne sont pas considérés comme privés.

Toutefois, pour les investissements individuels, la Commission doit aussi tenir compte du fait que certains investissements à forte valeur politique nécessitent une intervention publique importante et ne peuvent attirer un volume important de ressources privées. Par exemple, les fonds à impact social ou autre, les fonds de transfert de technologie ou les fonds axés sur la phase d'amorçage et de démarrage du cycle de vie des entreprises ont besoin d'une



intervention publique plus importante que les grands fonds d'investissement privés qui interviennent en phase d'expansion. C'est la raison pour laquelle les investissements individuels ne font pas l'objet d'autres conditions relatives à la participation du secteur privé.

66. La Commission n'a pas fixé d'objectifs de rentabilité, étant donné que les instruments visent des objectifs stratégiques et non une rentabilité maximale, et qu'ils sont complémentaires d'autres instruments qui, eux, visent un rendement financier. Mais tout en privilégiant l'obtention de résultats politiques, les instruments audités sont aussi censés générer un bénéfice financier, selon les rapports du FEI, et ils investissent effectivement dans des fonds qui attirent les investisseurs privés. Même si, selon l'évaluation de la Commission, le principe du *pari passu* est adapté à la plupart des activités d'investissement, la Commission autorise d'ores et déjà des investissements non *pari passu* dans le cas particulier des investissements sociaux.

La Commission ne partage pas l'opinion selon laquelle seuls des rendements élevés sont susceptibles d'attirer les investisseurs privés. Tout en recherchant des rendements positifs, ces derniers peuvent être motivés par des facteurs autres que la recherche d'un «rendement élevé», comme la diversification géographique au sein de la catégorie d'actifs, la recherche des toutes dernières évolutions technologiques, le capital-risque philanthropique, l'investissement social, etc.

67. Il est trop tôt pour fournir des données significatives concernant les interventions les plus récentes de l'UE. Néanmoins, les données du FEI indiquent qu'à la fin décembre 2018, l'on s'attendait à ce que les instruments financiers de fonds propres de l'UE et le produit d'investissement en fonds propres du volet «PME» de l'EFSI génèrent un bénéfice de 3,6 % par an.

Cela signifie que, dans l'ensemble, ces investissements pourraient même être rentables pour le budget de l'UE, tout en permettant d'atteindre les objectifs stratégiques visés, de soutenir l'emploi dans les entreprises innovantes et de mobiliser des investissements privés.

68. La Commission a effectivement examiné la possibilité de déroger au principe *pari passu*. En fait, elle autorise déjà des investissements non *pari passu* pour les investissements sociaux relevant du volet «PME» de l'EFSI. Cette possibilité a été introduite dans l'accord de l'EFSI sur la base d'une décision de la Commission. En outre, la Commission examine actuellement les modalités des investissements non *pari passu* réalisés dans le cadre du volet «PME» de l'EFSI.

69. Voir la réponse au point 68.

73. Les opinions divergent quant à la manière dont l'autosuffisance du marché peut être favorisée par un désengagement anticipé des investisseurs publics.

Les conventions de société en commandite signées pour les opérations permettent généralement aux investisseurs individuels de se retirer plus tôt, par exemple par le biais de cessions sur le marché secondaire. C'est une pratique courante acceptée par le marché.

Le FEI analyse la stratégie de sortie de chaque fonds dans le cadre de ses vérifications préalables. Plus récemment, la Commission et le FEI ont prévu de mettre en œuvre des clauses de sortie plus systématiques, par le biais de ventes sur le marché secondaire des participations détenues dans les fonds.

75. Des investissements croisés d'un montant limité sont autorisés, sur la base d'enseignements spécifiques tirés du programme précédent.

79. La Commission signale que les détails nécessaires figurent dans le rapport opérationnel dressé par le FEI sur le produit d'investissement en fonds propres du volet «PME» de l'EFSI. Il est vrai que ce rapport peut cependant être perçu comme complexe, car la réalité sous-jacente est elle-même très complexe.

82. Selon les données d'*Invest Europe*, la part des fonds provenant d'investisseurs publics a augmenté à partir de 2007, culminant à 34,7 % en 2011, puis a chuté et est restée très volatile, augmentant et diminuant jusqu'en 2018.

Les 1,4 milliard d'euros engagés par le FEI en 2018 doivent être comparés aux 11,4 milliards d'euros de capitaux levés en 2018 en faveur du capital-risque dans l'UE. Le FEI a donc représenté, en 2018, 12 % des capitaux levés dans l'UE sur ce segment de marché. En outre, le FEI utilise de nombreux mandats pour cette activité, y compris des mandats commerciaux et ses ressources propres. Les 214 millions d'euros que le FEI a canalisés vers le marché en 2018 avec le soutien des instruments audités ne représentaient qu'environ 1,9 % de l'ensemble des levées de capital-risque dans l'UE. Le rôle des mandats soutenus par l'UE est donc de se concentrer sur les défaillances du marché là où le soutien financier public est le plus nécessaire.

84. La Commission rappelle qu'un investissement du FEI dans un fonds est souvent considéré comme un label ou une garantie de qualité de l'opération. De nombreuses catégories d'investisseurs s'appuient en effet sur la participation du FEI à un fonds pour investir eux-mêmes dans ce dernier. L'engagement du FEI a donc des effets de catalyseur et de tenue de marché. Une telle réputation ne peut être maintenue que grâce à une évaluation de haute qualité et à un processus de vérification préalable, ce qui prend inévitablement du temps.

En outre, la durée de la procédure sera forcément différente d'un candidat à l'autre (par ex. dans le cadre des programmes européens, les nouveaux gestionnaires, pour être éligibles, doivent se soumettre à un processus de vérification préalable plus complexe que les équipes de gestion déjà en place). Des retards peuvent aussi être dus au fait qu'un demandeur tarde à répondre aux demandes d'information du FEI, un facteur qui échappe au contrôle de celui-ci.

89. La complémentarité des mandats repose sur d'autres critères que la simple possibilité de cibler différents segments de risque, d'autant plus que tous les investissements en capital-risque peuvent par définition être considérés comme très risqués. Des mandats peuvent se compléter les uns les autres en cas de restrictions sur les montants à investir, de pénurie des ressources, pour des raisons de couverture géographique, etc.

Pour chaque investissement proposé au titre du mécanisme en faveur des PME innovantes et à forte croissance (MIC), l'attribution des ressources a été clairement décrite dans la demande d'approbation que le FEI a soumise à la Commission, et celle-ci a examiné attentivement cette combinaison et l'a finalement approuvée ou a demandé des modifications.

Par conséquent, pour les 30 % d'investissements mentionnés par la CCE, il y a bien eu une recherche de complémentarité de l'instrument avec d'autres mandats. Il semble que pour les 70 % restants des investissements du MIC, la complémentarité avec d'autres mandats ait été assurée automatiquement, puisqu'il n'y a pas eu de co-investissement avec d'autres mandats.

91. Le niveau approprié de complémentarité visé par le règlement de l'EFSI est assuré par le positionnement politique du mandat relatif aux ressources en capital-risque et des mandats de l'EFSI et est reflété dans le processus d'attribution des contrats du FEI.

93. Du point de vue de la Commission, la politique d'attribution des contrats pour 2018 tient clairement compte de l'orientation des différents mandats et vise à identifier la meilleure

source d'investissement pour chaque opportunité. Cette politique a été présentée à la Commission et le FEI s'est engagé à discuter régulièrement de toute mise à jour de celle-ci avec la Commission.

Le choix des secteurs est principalement fondé sur les besoins du marché, – l'innovation est par exemple une caractéristique transversale – et les mandats de l'UE n'ont donc pas à proprement parler de «préférence» sectorielle. La répartition géographique dépend des demandes reçues, de l'évaluation de leur adéquation avec les politiques et de leur éligibilité, les marchés plus grands et plus développés ayant tendance à offrir plus d'opportunités d'investissement.

94. La politique d'attribution des contrats décrit les deux phases de l'analyse, qui est aussi bien quantitative que qualitative. En outre, elle indique en détail les critères qui peuvent être appliqués par le personnel du FEI au cours de l'évaluation qualitative.

Cette politique a été présentée à la Commission et le FEI s'est engagé à discuter régulièrement de toute mise à jour de celle-ci avec la Commission.

95. La Commission comprend, d'après les informations transmises par le FEI, que les tests a posteriori ont montré que 2 des 31 contrats d'investissement (réalisés sous différents mandats, et pas seulement ceux de l'UE) auraient été attribués différemment en vertu de la nouvelle politique. Toutefois, même pour ces deux attributions, aucun manquement aux exigences du mandat n'a été relevé et les investissements sont totalement éligibles en vertu des mandats auxquels ils ont été attribués.

Les informations détaillées sur ce point sont des informations internes du FEI.

100. La vie de chaque fonds d'investissement ne s'arrête pas automatiquement. Sa durée peut être prolongée plusieurs fois par décision (de la majorité) des investisseurs du fonds. Le FEI étant un investisseur minoritaire dans tous les fonds relevant des instruments gérés centralement par l'UE, il ne peut décider seul de mettre fin à la vie d'un fonds, de liquider les investissements restants et de dissoudre le véhicule utilisé. En outre, il pourrait être juridiquement responsable ou voir sa réputation compromise s'il agissait à l'encontre des intérêts commerciaux des investisseurs du fonds.

Si les stratégies de désinvestissement n'ont pas été décrites en détail dans les demandes d'approbation des instruments des mécanismes européens pour les technologies des jeunes entreprises ESU 1998 et ESU 2001, cela ne signifie pas que le FEI n'y ait accordé qu'une attention limitée lors de ses vérifications préalables.

Actuellement, l'ensemble du marché souffre d'un problème de «gestion de fin de vie» des fonds, c'est-à-dire de difficultés à clôturer les anciens fonds.

La Commission et le FEI ont déjà prêté attention à ce problème de désengagement en 2014 et ont agi en temps opportun, en 2015/2016, pour permettre une sortie des fonds ESU. Cependant, cette vente n'a pas suscité d'intérêt sur le marché. Une stratégie globale a été adoptée pour la clôture des mandats, conformément à la base juridique.

101. Un processus précis a été adopté pour mettre fin à ces mandats, conformément à la base juridique. Le FEI et la Commission s'efforcent déjà depuis 2014 de mettre un terme aux mandats ESU 1998 et ESU 2001 et ont fait une tentative pour vendre les portefeuilles sur le marché secondaire. Malheureusement, la programmation des offres a coïncidé avec le référendum sur le Brexit au Royaume-Uni et, compte tenu de l'incertitude qui s'en est suivie sur les marchés, aucune offre n'a été présentée. Une autre tentative de cession des participations est prévue pour la période 2019/2020.

103. Il convient de souligner que les pourcentages les plus élevés ont été utilisés dans les instruments de 1998 et 2001, qui ont servi de pilotes, et que le plafond des commissions a ensuite été abaissé pour les instruments des générations suivantes.

Les commissions maximales au titre du produit d'investissement en fonds propres du volet «PME» de l'EFSI ont été réduites à 5,7 %.

106. Le niveau global des commissions a été considérablement réduit entre les instruments pilotes initiaux et les plus récents. En effet, dans le cadre de l'EFSI, le budget de l'UE sert uniquement de réserve pour le paiement des commissions, puisque le FEI est rémunéré par les remboursements de l'EFSI.

Les commissions de démarrage ne représentent qu'une faible proportion de sa rémunération globale. Elles sont destinées à dédommager le partenaire de mise en œuvre pour les négociations détaillées préalables à la mise en place d'instruments, pour l'élaboration de nouveaux contrats types pour les nouveaux instruments, pour le lancement d'appels à manifestations d'intérêt et pour l'adaptation des systèmes de compte rendu et d'audit. La Commission tient à rappeler que le cadre juridique régissant la mise en œuvre des instruments financiers s'est considérablement développé au fil du temps (p.ex. les dispositions du règlement financier régissant les instruments financiers sont devenues très sophistiquées et détaillées, ce qui exige davantage d'efforts et de savoir-faire de la part du partenaire de mise en œuvre). Par conséquent, la Commission estime que le paiement des commissions de démarrage est justifié et que leur montant est approprié compte tenu du niveau croissant de contrôle requis.

107. La Commission demande à avoir une estimation des coûts chaque fois que cela est possible et analyse régulièrement les états financiers du FEI pour savoir quel revenu le FEI tire de ces commissions et dans quelle mesure il contribue à sa rentabilité globale; plus généralement, elle poursuit ses efforts pour obtenir davantage de données détaillées et pertinentes sur les coûts de fonctionnement des instruments financiers. Néanmoins, même en l'absence de telles données détaillées, la Commission devrait être en mesure de finaliser les négociations sur la base des informations disponibles.

108. La Commission estime que les primes incitatives des instruments correspondent à leurs objectifs annoncés. Comme la CCE l'a reconnu au point 28, l'objectif premier de ces instruments n'est pas le développement du marché du capital-risque européen, lequel représente, pour certains d'entre eux seulement, un objectif accessoire. Par conséquent, seuls certains des instruments examinés sont assortis de primes incitatives qui rémunèrent le FEI pour sa contribution au développement des marchés du capital-risque européens, par exemple sous forme de primes spécifiques ou d'incitations à une large diversification géographique.

De manière générale, et s'agissant de tous les instruments, il est donc tout à fait juste que le FEI ne soit pas rémunéré pour faire quelque chose que ces instruments eux-mêmes ne sont pas censés faire.

109. La Commission estime que les primes incitatives des instruments correspondent à leurs objectifs annoncés. Il serait déraisonnable de ne commencer à verser des primes incitatives au FEI qu'une fois les objectifs finaux ultimes atteints, compte tenu de toute l'activité qu'il déploie pour atteindre les objectifs généraux. Par conséquent, les primes incitatives sont versées graduellement, au fur et à mesure que le FEI franchit les étapes négociées en vue de la réalisation des objectifs globaux.

110. La Commission considère que seuls certains mandats poursuivent, à titre accessoire, un objectif similaire à la promotion d'«investissements dans les marchés du capital-risque ou les secteurs d'activité moins développés de l'UE» et qu'il serait donc logique qu'un tel objectif ne donne lieu à des primes incitatives que sous certains mandats.

Le constat relatif aux mécanismes ESU 1998 et 2001 est juste, puisque ces instruments n'avaient pas pour objectif d'investir sur les marchés moins développés.

En outre, le capital-risque se concentre sur les entreprises des secteurs à fort potentiel de croissance sur un court laps de temps. Récemment, cela s'est presque toujours traduit par des investissements liés aux technologies. Le capital-risque n'est en effet adapté qu'à un nombre limité de secteurs d'activité. L'un des instruments s'était fixé une cible sectorielle spécifique; pour les instruments plus récents, la diversification sectorielle est débattue au sein de comités directeurs, qui donnent des orientations stratégiques. En outre, la Commission définit clairement les secteurs exclus qui ne peuvent pas bénéficier d'investissements.

## **CONCLUSIONS ET RECOMMANDATIONS**

112. La Commission procède à une quantification ex ante des besoins du marché – et, plus important encore, des déficits de financement – et de la capacité d'absorption des fonds, en utilisant les meilleures informations sur le marché que peuvent fournir les techniques statistiques standard et en recourant aux services de conseil disponibles. Toutefois, les données sont très limitées puisque les informations privées (par ex. les perspectives commerciales et la solvabilité financière de chaque entreprise bénéficiaire) ne sont pas divulguées. En outre, les données de marché ne sont pas toujours totalement fiables en raison de la petite taille du marché du capital-risque, de sorte qu'aucune projection statistique basée sur des transactions réelles ne peut être représentative.

113. Le calendrier des rapports et des évaluations ex post est clairement défini dans la législation de base adoptée par le Conseil et le Parlement européen.

Même si la Commission pouvait influencer sur ce calendrier, il y a clairement un arbitrage à opérer entre l'utilité de l'exercice et le fait de disposer de données complètes. Une analyse d'impact complète sur l'additionnalité d'un programme ne peut être réalisée que lorsque les PME bénéficiaires ont trouvé une affectation aux fonds propres reçus, mais il est alors trop tard pour en tirer des enseignements pour la conception de programmes ultérieurs. D'autre part, une évaluation plus précoce, qui pourrait être utile pour la conception des programmes ultérieurs, sera inévitablement moins instructive.

Des détails concernant l'impact sur les investissements mobilisés et l'emploi sont inclus dans les rapports relatifs à ces mécanismes. En outre, la Commission produit chaque année des rapports pour l'autorité budgétaire, qui sont accessibles au public.

### **Recommandation n° 1 - Effectuer les analyses nécessaires pour améliorer l'évaluation des interventions de l'UE**

a) La Commission accepte partiellement la recommandation n° 1 a).

La Commission admet que les attributions financières pour les opérations de capital-risque devraient être fondées sur une analyse approfondie des défaillances du marché ou des situations d'investissement sous-optimales, à chaque fois qu'une proposition législative en la matière est présentée.

Toutefois, la Commission conteste qu'une telle analyse doive nécessairement comporter des données ventilées en fonction des États membres, des secteurs d'activité ou de la taille du marché (capacité d'absorption), les données disponibles étant limitées et difficilement comparables. Par conséquent, la Commission peut utiliser ces données de manière sélective et prudente pour définir l'enveloppe globale, et elle utilisera des moyens structurels pour réduire les risques d'absorption insuffisante.

b) La Commission accepte la recommandation n° 1 b).

Elle développera davantage la collecte de données pour les évaluateurs.

En outre, la Commission envisagera l'utilisation d'une analyse contrefactuelle pour chaque instrument de capitaux propres si cela est approprié et réalisable à un coût raisonnable.

Les données pertinentes seront mises à la disposition des évaluateurs au moment des évaluations prévues par la législation pertinente.

c) La Commission n'accepte pas la recommandation n° 1 c).

Le calendrier des évaluations n'est pas décidé par la Commission. Il est clairement défini dans la législation de base adoptée par le Conseil et le Parlement européen.

Néanmoins, la Commission, outre les évaluations formelles qu'elle effectue, ne néglige pas pour autant les enseignements tirés des programmes précédents et de leurs résultats, en procédant, même plusieurs décennies après leur lancement, à une analyse régulière des rapports les concernant.

114. La Commission a mis en place une approche relativement globale qui contribue au développement d'un marché paneuropéen du capital-risque. Elle utilise un ensemble de mesures qui peuvent contribuer, directement ou indirectement, à soutenir le financement à risque: interventions réglementaires, interventions par le biais de programmes en gestion partagée, ainsi et programmes en gestion centralisée. Les instruments audités ne constituent qu'un sous-ensemble de ces mesures.

115. L'égalité d'accès aux instruments est assurée, puisque les demandes font suite à des appels à manifestations d'intérêt ouverts. Par conséquent, des investissements sont accessibles à toutes les propositions éligibles, quel que soit le marché d'où elles proviennent. En outre, des commissions incitatives incitent le FEI à assurer une répartition géographique aussi large que possible de l'aide.

Il convient de souligner que les instruments de l'UE pour les investissements de capital-risque ne sont pas déterminés par la demande, au sens où le FEI ne ferait que répondre à une demande. En premier lieu, tous les investissements doivent satisfaire aux critères d'éligibilité du mandat concerné (c'est-à-dire que la cohérence politique doit être garantie). En outre, tous les investissements privés en fonds propres sont soumis à une évaluation de la valeur ajoutée obtenue en les soutenant; autrement dit, en l'absence de valeur ajoutée, l'investissement n'aura pas lieu.

Les comités directeurs des instruments actuels fournissent au FEI des orientations stratégiques sur la répartition géographique et sectorielle. Tous les instruments comportent également des règles claires sur les secteurs et les zones géographiques exclus (tels que les juridictions ne coopérant pas avec l'UE en matière fiscale).

116. La Commission n'a pas fixé d'objectifs de rentabilité, étant donné que les instruments suivent des objectifs stratégiques et non une rentabilité maximale, et qu'ils sont complémentaires d'autres instruments qui, eux, visent un rendement financier. Mais tout en privilégiant l'obtention de résultats politiques, les instruments audités sont aussi censés

générer un bénéfice financier, selon les rapports du FEI, et ils investissent effectivement dans des fonds qui attirent les investisseurs privés. Même si, selon l'évaluation de la Commission, le principe du *pari passu* est adapté à la plupart des activités d'investissement, la Commission autorise d'ores et déjà des investissements non *pari passu* dans le cas particulier des investissements sociaux.

La Commission ne partage pas l'opinion selon laquelle seuls des rendements élevés sont susceptibles d'attirer les investisseurs privés. Tout en recherchant des rendements positifs, ces derniers peuvent être motivés par des facteurs autres que la recherche d'un «rendement élevé», comme la diversification géographique au sein de la catégorie d'actifs, la recherche des toutes dernières évolutions technologiques, le capital-risque philanthropique, l'investissement social, etc.

### **Recommandation n° 2 – Élaborer une stratégie d'investissement globale**

a) La Commission accepte partiellement la recommandation n° 2 a).

La Commission prend un large éventail de mesures concrètes pour soutenir les investissements dans l'ensemble de l'UE, notamment par le biais du plan d'action en faveur de l'union des marchés des capitaux (UMC) et du service d'appui à la réforme structurelle.

En outre, les instruments faisant l'objet d'une gestion partagée peuvent effectuer des investissements dans des États membres dont les marchés de capital-risque sont moins développés.

La Commission continuera d'étudier la possibilité de prendre d'autres mesures.

b) La Commission accepte partiellement la recommandation n° 2 b).

La Commission partage l'avis de la CCE selon lequel il est important, pour le développement du marché du capital-risque européen, d'attirer des investisseurs privés. La Commission a déjà défini des objectifs ambitieux pour attirer les investisseurs au niveau des mandats, comme en témoignent les exigences fixées en termes d'effet de levier et de multiplicateurs et les rapports établis sur l'ensemble des investissements mobilisés. Si cela s'avère opportun au regard des investisseurs privés, la Commission envisagera un renforcement de ces exigences.

c) La Commission accepte la recommandation n° 2 c).

Bien que des désinvestissements progressifs soient déjà possibles dans le cadre des instruments existants, la Commission étudiera plus avant les possibilités de désengagements progressifs des portefeuilles, notamment par des ventes sur les marchés secondaires.

d) La Commission accepte la recommandation n° 2 d) et la met déjà en œuvre.

Les structures asymétriques, au niveau des risques et des revenus, sont déjà explicitement autorisées pour les investissements sociaux dans le cadre du produit d'investissement en fonds propres de l'EFSI. En outre, la Commission examine actuellement la possibilité d'un partage asymétrique des risques et des revenus dans le cadre du volet «PME» de l'EFSI.

Enfin, l'application de modèles asymétriques est également autorisée dans les instruments financiers du Fonds ESI pour cibler des défaillances régionales ou sectorielles spécifiques du marché.

117. La Commission rappelle qu'un investissement du FEI dans un fonds est souvent considéré comme un label ou une garantie de qualité de l'opération. Une telle réputation ne peut être maintenue que grâce à une évaluation de haute qualité et à un processus de vérification préalable, ce qui prend inévitablement du temps.

En outre, la durée de la procédure sera forcément différente d'un candidat à l'autre (par ex. dans le cadre des programmes européens, les nouveaux gestionnaires, pour être éligibles, doivent se soumettre à un processus de vérification préalable plus complexe que les équipes de gestion déjà en place). Des retards peuvent également survenir en raison d'autres facteurs objectifs indépendants de la volonté du FEI.

118. La Commission a approuvé chaque investissement au cours de la période 2007-2013, y compris les combinaisons possibles avec d'autres mandats, sur la base de données suffisantes provenant du FEI. Par la suite, la Commission s'est appuyée sur la politique d'attribution des contrats du FEI, mise à jour en 2018, qui intègre les exigences du mandat défini par la Commission. Cette politique a été présentée à la Commission et le FEI s'est engagé à discuter régulièrement de toute mise à jour de celle-ci avec la Commission.

119. Actuellement, l'ensemble du marché souffre d'un problème majeur de «gestion de fin de vie», c'est-à-dire de difficultés à clôturer les anciens fonds.

Une stratégie globale a été adoptée pour la clôture des mandats, conformément à la base juridique.

120. La Commission tient à souligner que le plafond global des commissions a été progressivement abaissé et que les commissions de démarrage ne représentent qu'une fraction de l'ensemble des commissions payables. De plus, sur l'ensemble des commissions versées, les primes incitatives ont pris de l'importance. En outre, les instruments peuvent parfaitement générer un bénéfice pour le budget de l'UE.

Les commissions de démarrage sont destinées à dédommager le partenaire de mise en œuvre pour les négociations détaillées préalables à la mise en place d'instruments, pour l'élaboration de nouveaux contrats types pour les nouveaux instruments, pour le lancement d'appels à manifestations d'intérêt et pour l'adaptation des systèmes de compte rendu et d'audit. La Commission tient à rappeler que le cadre juridique régissant la mise en œuvre des instruments financiers s'est considérablement développé au fil du temps (p.ex. les dispositions du règlement financier régissant les instruments financiers sont devenues très sophistiquées et détaillées, ce qui exige davantage d'efforts et de savoir-faire de la part du partenaire de mise en œuvre).

Par conséquent, la Commission considère que le paiement de commissions de démarrage est justifié.

121. La Commission estime que les primes incitatives des instruments correspondent à leurs objectifs énoncés. Seuls certains instruments ont apporté un soutien spécifique aux marchés et aux secteurs moins développés, et il s'agissait pour eux d'un objectif accessoire. Comme indiqué au point 28 du présent rapport, le principal objectif de ces instruments est d'améliorer l'accès des entreprises au financement. Il est donc tout à fait juste que le FEI ne soit pas rémunéré pour l'exercice d'activités de développement du marché alors que les instruments concernés n'y sont pas eux-mêmes tenus.

### **Recommandation 3 - Rationaliser la manière dont le FEI gère les interventions au niveau de l'UE**

a) La Commission n'accepte pas la recommandation n° 3 a).

Le FEI dispose déjà d'un processus normalisé d'approbation des projets. Les gestionnaires de fonds qui cherchent à lever des fonds demandent des financements en présentant leurs stratégies d'investissement. Pour déterminer si le gestionnaire de fonds (et son équipe) possède l'expertise, l'expérience, l'accès à la filière de projets, les capacités d'investissement et de gestion des portefeuilles, etc. nécessaires, il convient de procéder à des vérifications



préalables strictes et exhaustives. La durée de la procédure est forcément différente d'un candidat à l'autre (par ex. dans le cadre des programmes de l'UE, les nouveaux gestionnaires, pour être éligibles, doivent se soumettre à un processus de vérification préalable plus complexe que les équipes de gestion déjà en place). La sélection des gestionnaires de fonds et le processus de vérification préalable doivent, pour être fiables, être effectués avec rigueur, notamment dans l'optique d'une saine gestion financière.

(b) La Commission accepte la recommandation n° 3 b) et considère qu'elle a déjà été mise en œuvre.

Une politique globale d'attribution des contrats visant à garantir une utilisation complémentaire des sources de financement dont dispose le FEI est en place depuis 2018 et la Commission en a été informée. Le FEI est tenu d'appliquer cette politique dans le cadre des contrats existants et s'est engagé à consulter la Commission sur toute modification future de cette politique.

c) La Commission accepte la recommandation n° 3 c).

La Commission admet que le FEI doit prévoir des solutions de désengagement réalistes lorsqu'il investit dans un fonds avec le soutien du budget de l'UE.

d) La Commission n'accepte pas la recommandation n° 3 d).

La Commission utilise un système rationalisé de rémunération du FEI, basé sur des étapes et des objectifs de performance préétablis. Ce système a été amélioré au fil du temps, est conforme au règlement financier et suit des orientations internes garantissant la cohérence de tous les instruments financiers. Le plafond global des commissions a été progressivement abaissé.

La recommandation suggère de suivre un processus différent, basé sur le remboursement des coûts, pour une composante précise de ces commissions, à savoir les commissions de démarrage. Ce serait là un facteur de complexité administrative qui exposerait la Commission au risque d'asymétrie de l'information.

Plus généralement, la rémunération du FEI ne peut être fondée uniquement sur les coûts encourus, et doit comporter un élément incitatif pour encourager le FEI à poursuivre les objectifs des instruments. Cette exigence est inscrite dans le règlement financier. En outre, comme l'exigent ses propres statuts, le FEI ne peut pas exécuter de mandats de tiers sur la base d'un simple remboursement des coûts.

e) La Commission accepte en partie la recommandation n° 3 e).

La Commission admet que les commissions continueront d'être liées, entre autres, à la réalisation d'objectifs de performance, les versements liés aux performances étant structurés en fonction des étapes franchies.

Toutefois, la Commission n'envisagera de lier les commissions au développement du marché du capital-risque européen que si les instruments concernés poursuivent explicitement cet objectif et s'il est possible de trouver un indicateur approprié.

# Équipe d'audit

Les rapports spéciaux de la Cour présentent les résultats de ses audits relatifs aux politiques et programmes de l'UE ou à des questions de gestion concernant des domaines budgétaires spécifiques. La Cour sélectionne et conçoit ces activités d'audit de manière à maximiser leur incidence en tenant compte des risques pour la performance ou la conformité, du niveau des recettes ou des dépenses concernées, des évolutions escomptées ainsi que de l'importance politique et de l'intérêt du public.

L'audit de la performance objet du présent rapport a été réalisé par la Chambre IV (Réglementation des marchés et économie concurrentielle), présidée par M. Alex Brenninkmeijer, Membre de la Cour. L'audit a été effectué sous la responsabilité de M. Baudilio Tomé Muguruza, Membre de la Cour, assisté de: M. Daniel Costa de Magalhães, chef de cabinet; M. Ignacio García de Parada, attaché de cabinet; M. Simon Dennett, analyste; M<sup>me</sup> Ioanna Metaxopoulou, directrice de la Chambre IV; M<sup>me</sup> Marion Colonerus, manager principal; M. Helmut Kern, chef de mission. L'équipe d'audit était composée de M<sup>me</sup> Natalie Hagmayer ainsi que de MM. Christian Detry et Ezio Guglielmi. L'assistance linguistique a été assurée par M<sup>me</sup> Hannah Critoph.



*De gauche à droite:* Daniel Costa de Magalhães, Christian Detry, Baudilio Tomé Muguruza, Ignacio García de Parada, Ioanna Metaxopoulou, Helmut Kern et Ezio Guglielmi.

# Calendrier

Étape	Date
Adoption du plan d'enquête / Début de l'audit	12.12.2017
Envoi officiel du projet de rapport à la Commission (ou à toute autre entité auditée)	29.4.2019
Adoption du rapport définitif après la procédure contradictoire	17.9.2019
Réception des réponses officielles de la Commission (ou de toute autre entité auditée) dans toutes les langues	17.10.2019

© Union européenne, 2019.

Reproduction autorisée, moyennant mention de la source.

Toute utilisation ou reproduction de photos ou d'autres éléments non protégés par le droit d'auteur de l'Union européenne nécessite l'autorisation expresse du titulaire du droit d'auteur.

PDF	ISBN 978-92-847-3576-1	doi:10.2865/694047	QJ-AB-19-015-FR-N
HTML	ISBN 978-92-847-3531-0	doi:10.2865/346253	QJ-AB-19-015-FR-Q

L'UE fournit de l'argent à des fonds de capital-risque afin qu'il soit investi principalement dans de jeunes entreprises ou dans des entreprises innovantes et émergentes. Notre audit a consisté à examiner six instruments en gestion centralisée qui ont été mis en place depuis 1998. Le FEI gère ces instruments pour le compte de la Commission. Nous avons constaté que la Commission avait renforcé son soutien financier au fil des ans sans effectuer d'évaluation complète des besoins du marché ou de la capacité d'absorption. Sa stratégie d'investissement n'englobait pas tous les aspects, et les marchés de capital-risque moins développés n'en ont guère bénéficié. Une rationalisation et une amélioration des procédures du FEI s'imposent également.

Rapport spécial de la Cour des comptes européenne  
présenté en vertu de l'article 287, paragraphe 4, deuxième  
alinéa, du TFUE.



COUR DES  
COMPTES  
EUROPÉENNE



Office des publications

**COUR DES COMPTES EUROPÉENNE**  
12, rue Alcide De Gasperi  
1615 Luxembourg  
LUXEMBOURG

Tél. +352 4398-1

Contact: [eca.europa.eu/fr/Pages/ContactForm.aspx](https://eca.europa.eu/fr/Pages/ContactForm.aspx)  
Site web: [eca.europa.eu](https://eca.europa.eu)  
Twitter: @EUAuditors

© Union européenne, 2019.

Toute utilisation ou reproduction de photos ou d'autres éléments non protégés par le droit d'auteur de l'Union européenne nécessite l'autorisation expresse du titulaire du droit d'auteur.