



Institut des
Politiques Publiques

RAPPORT IPP N° 69 - Juillet 2026

Évaluation des fonds bpifrance Entreprises

Laurent Bach
Étienne Fize
Rachel Paya



ipp



L'Institut des politiques publiques (IPP) a été créé par PSE et est développé dans le cadre d'un partenariat scientifique entre PSE-École d'Économie de Paris et le Groupe des écoles nationales d'économie et de statistique (GENES). L'IPP vise à promouvoir l'analyse et l'évaluation quantitatives des politiques publiques en s'appuyant sur les méthodes les plus récentes de la recherche en économie.

www.ipp.eu



RAPPORT IPP N°XX - Septembre 2025

Évaluation des fonds bpifrance Entreprises

Laurent Bach
Étienne Fize
Rachel Paya

LES AUTEURS DU RAPPORT

Laurent Bach est professeur associé de finance à l'ESSEC Business School et directeur du programme Entreprises à l'Institut des politiques publiques (IPP). Ses travaux de recherche sont principalement consacrés à l'analyse quantitative des politiques publiques. Il est spécialiste de finance d'entreprise et des ménages, à la fois dans le contexte français et à l'étranger (Bach et al., 2021, 2020).

Page personnelle : <https://sites.google.com/site/laurentbach/>

Étienne Fize est économiste à l'Institut des politiques publiques (IPP) depuis janvier 2023. Titulaire d'un doctorat et d'un master de Sciences Po Paris, ses recherches portent sur les champs de l'économie publique et le commerce international. Il travaille également sur des sujets d'économie politique et de finance des ménages (Bennani et al., 2021; Fize et al., 2021, 2022b,a).

Page personnelle <https://sites.google.com/view/etiennefize>

Rachel Paya est doctorante en finance à l'ESSEC et économiste à l'Institut des politiques publiques (IPP). Diplômée du Master Analyse et Politique Economiques de l'Ecole d'Economie de Paris, ses recherches portent principalement sur le financement des investissements nécessaires à la transition énergétique.

Page personnelle <https://sites.google.com/view/rachelpaya>

REMERCIEMENTS

Ce travail a été rendu possible grâce au concours de nombreuses personnes, qui ont notamment permis l'exploitation d'un ensemble inédit de données de gestion de bpifrance, qui constitue la base de ce rapport.

Nous souhaitons tout d'abord remercier Gorka Gonzalez Garcia pour nous avoir fait rentrer dans le fonctionnement des fonds bpifrance et, plus généralement, pour l'ensemble des discussions très enrichissantes que nous avons pu avoir avec lui sur l'univers de l'investissement dans le private equity. Nous remercions ensuite Maud Richecœur pour nous avoir permis d'utiliser à aussi bon escient que possible les données issues de la plateforme d'investissement de bpifrance. Enfin, nous remercions Alexandre Gazaniol et Baptiste Thornary pour leur suivi continu et bienveillant de notre travail d'évaluation sur ce projet.

SYNTHÈSE DES RÉSULTATS

La dynamique des investissements individuels dans les fonds Bpifrance

- Pour chacun des fonds mis en accès en direct sur la plateforme Bpifrance depuis 2020, entre 1500 et 2000 souscripteurs distincts ont investi. Seuls 16% des souscripteurs ont interagi avec au moins deux fonds Bpifrance, et ce sont donc plus de 5000 épargnants distincts qui ont investi dans un fonds Bpifrance sur la plateforme, à quoi il faut rajouter environ 4000 épargnants qui ont interagi de manière soutenue avec la plateforme sans finalement investir.
- Les montants moyens investis dans les fonds se situent entre 7500 et 15000 euros, et ont baissé de fonds en fonds à mesure que les tickets d'entrée minimum imposés par Bpifrance ont eux-même diminué.
- La baisse des tickets moyens investis correspond aussi à des profils d'investisseurs moins aisés en revenu et en patrimoine. La proportion de souscripteurs dont le revenu annuel net est inférieur à 100000 euros progresse ainsi d'environ 65% à près de 80%. Il y a donc bien une démocratisation dans le temps des fonds.

La représentativité des investisseurs Bpifrance dans la population des épargnants français

- La population des souscripteurs est nettement plus aisée financièrement, mais aussi plus jeune, que la moyenne nationale, et constituée à près de 90% de cadres supérieurs.
- Le niveau de revenus des souscripteurs est en revanche très proche de celui de la population française détentrice d'actions. Elle reste toutefois à la fois plus riche en patrimoine, plus jeune et plus constituée de cadres supérieurs que ceux qui détiennent des actions.
- Les souscripteurs de la plateforme Bpifrance sont, y compris à revenu égal, tout autant susceptibles de détenir par ailleurs de l'assurance-vie que le reste de la population française.
- En revanche, à revenu ou âge égaux, le taux de détention de non-coté est beaucoup plus élevé parmi ceux qui interagissent avec la plateforme Bpifrance, ce qui pourrait indiquer que la population qui s'intéresse aux fonds Bpifrance est une catégorie de la population particulièrement bien informée ou attirée par ce type de placement.
- En termes de revenu et d'âge, les souscripteurs Bpifrance sont bien plus jeunes et un peu plus riches que les nombreux français qui détiennent assez d'actions pour percevoir des dividendes.
- Les souscripteurs sont aussi nettement plus jeunes mais moins riches en revenu que les français qui investissent dans des fonds investis dans le non-coté et avantagés fiscalement tels que FCPI, FCPR, FIP ou via l'apport-cession.
- La population d'épargnants dont les souscripteurs Bpifrance se rapprochent finalement le plus, à la fois en termes d'âge et de revenu, est celle des français qui investissent dans des placements risqués, innovants et en détention directe tels que les actifs numériques de type cryptomonnaies et les prêts en

crowdlending. Cette population compte de l'ordre de plusieurs dizaines de milliers de foyers fiscaux en 2023.

Les déterminants individuels de la décision d'investir dans un fonds de private equity

- Plusieurs méthodes statistiques sont utilisées (régression, LASSO, forêt aléatoire) pour prédire la décision de souscrire au fonds Bpifrance conditionnellement à s'être enregistré sur la plateforme et donc à être informé de son existence.
- Ce qui en ressort est d'abord que c'est le fait de disposer d'un patrimoine financier plus important qui prédit le plus la décision de souscrire une fois que l'on est entré dans la plateforme.
- Par ailleurs, l'investissement dans les fonds Bpifrance est moins probable lorsque l'investisseur, pourtant suffisamment informé pour interagir avec la plateforme, dit être à la recherche de liquidité ou avoir un horizon d'investissement inférieur à 5 ans.
- Toutefois, sur une population représentative à laquelle des questions précises sur le non coté sont posées, c'est plutôt la connaissance des caractéristiques du private equity et de comment on y accède qui détermine la volonté d'investir dans le non coté, plutôt que les variables sociodémographiques de type revenu ou âge.
- Le succès de Bpifrance doit donc aussi s'évaluer à l'avenir dans sa capacité à informer les épargnants sur les caractéristiques du non coté (notamment sur les capacités de rendements) et les façons d'y accéder.

SOMMAIRE

Remerciements	1
Synthèse des résultats	3
Introduction	9
0.1 Objectifs de l'étude	10
1 Données utilisées et premières descriptions	15
1.1 Description des données utilisées	16
1.1.1 Description des données de gestion de la plateforme Bpifrance	16
1.1.2 Baromètre Opinionway	17
1.1.3 POTE	17
1.1.4 Enquêtes Histoire de Vie et Patrimoine	18
1.2 Statistiques descriptives des souscripteurs des fonds Bpifrance	19
1.2.1 Description des investissements	20
1.2.2 Description des investisseurs	22
1.2.3 Description des dynamiques d'investissement	24
2 La représentativité des investisseurs des fonds Bpifrance	31
2.1 Méthodologie	32
2.2 Comparaisons avec l'enquête Patrimoine	32
2.2.1 Comparaison des populations	33
2.2.2 Comparaison des détentions d'actifs	38
2.3 Comparaison avec les données d'impôt sur le revenu	40
3 Les déterminants de la décision d'investir dans le private equity et les fonds bpifrance	47
3.1 Comparaison des souscripteurs aux <i>prospects</i>	48
3.2 Analyses empiriques	52
3.2.1 Régressions linéaires et logistiques	52
3.2.2 Méthodes de <i>machine learning</i>	55
3.3 Analyse empirique sur le baromètre Opinionway	57

Conclusion générale	61
Annexe	63
Références	91
Liste des tableaux	95
Liste des figures	97

INTRODUCTION

Contexte de l'étude

Le capital-investissement est une classe d'actifs financiers souvent considérée comme trop peu développée sur le continent européen par rapport aux Etats-Unis, alors même qu'on estime que ce type d'activité financière concourt largement au dynamisme de l'économie américaine (Draghi, 2024).

Cette classe d'actifs se caractérise par le financement d'étapes de la vie des entreprises bien particulières - la création, la transmission et le retournement, étapes au moment desquelles les outils les plus communément utilisés de financement des entreprises- prêts bancaires, autofinancement, ne sont pas à la hauteur des besoins. C'est pour combler l'insuffisance des financements de ce type en France que Bpifrance a été créée, mais beaucoup regrettent encore le manque d'implication directe des épargnants français dans ce type d'investissement (Chabrier, 2022). C'est pour répondre à ces réticences que Bpifrance a décidé de structurer des fonds de placement en capital investissement, appelés Bpifrance Entreprises¹, qui sont distribués directement aux ménages.

L'objectif de cette étude est de mieux comprendre qui parmi les ménages français investit actuellement dans le capital-investissement et savoir si le profil des clients des fonds Bpifrance Entreprises témoigne d'une judicieuse démocratisation du capital-investissement. Cette démocratisation peut s'apprécier en évaluant la

1. Il s'agit plus précisément des fonds Bpifrance Entreprises 1, 2, 3 et Avenir 1.

participation à des classes d'actifs similaires, notamment en matière de risque, aux fonds Bpifrance des profils d'individus qui investissent dans ces fonds.

0.1 Objectifs de l'étude

Les fonds Bpifrance Entreprises ont été rendus disponibles aux ménages à la fois via des véhicules d'assurance-vie en unité de compte et via une plateforme que Bpifrance a mis en place pour permettre aux épargnants d'investir directement et en personne dans les fonds. Nous concentrons ici notre attention sur la décision de participer directement aux fonds Bpifrance Entreprises via ce second canal, pour plusieurs raisons.

Tout d'abord, la participation via un fonds d'assurance-vie implique un lien plus distant entre l'épargnant et les projets qu'il finance. Par exemple, la détention d'actions en assurance-vie ne donne pas les mêmes droits de participation à la gouvernance des entreprises qu'une détention via un compte-titres ou un PEA, que ce soit par l'intermédiaire d'un fonds de placement ou d'une détention d'actions individuelles. Le législateur a d'ailleurs pendant de nombreuses années, jusqu'au vote de la loi PACTE, fortement limité les possibilités d'investir en capital-investissement via des véhicules d'assurance-vie. Encore aujourd'hui, il reste plus avantageux fiscalement d'investir en direct, plutôt que via une assurance-vie, dans un fonds de placement à risque (FCPR) dont les plus-values sont totalement exonérées d'impôt sur le revenu et qui, dans le cas spécifique des fonds de placement innovation (FCPI) et fonds d'investissement de proximité (FIP), permettent aussi de bénéficier d'une déduction du revenu imposable à l'entrée.

S'agissant plus spécifiquement des fonds Bpifrance, l'investisseur via l'assurance-vie n'est par ailleurs pas légalement propriétaire des fonds Bpifrance alors qu'il l'est s'il investit directement dans ces fonds. Et en pratique, l'épargnant direct a une vision plus désintermédiée, et donc plus libre de problème d'agence et souvent

moins chère (Foerster et al., 2017), des fonds dans lesquels il investit via une plateforme dédiée, alors que dans le cas de l'assurance-vie il doit faire plus amplement confiance à la bienveillance de l'assureur, avec un surcoût.

Il s'agit enfin d'un souci d'accès aux données individuelles qui en l'état ne permet pas de connaître le profil individuel de ceux qui choisissent de souscrire une part de leur assurance-vie dans tel ou tel fonds. En effet, ce sont légalement les assureurs qui sont alors détenteurs de parts de fonds Bpifrance, et seuls les assureurs sont donc en mesure de savoir qui sont les individus qui ont choisi de diriger leurs primes vers des fonds Bpifrance. Il n'a pas été possible dans le temps imparti à cette étude d'accéder à une extraction de ce type de données qui permette de répondre à minima à la question du profil de revenu, de patrimoine et d'âge des assurés qui investissent dans des fonds Bpifrance et de ceux qui n'y investissent pas². Heureusement, dans le même temps Bpifrance a conservé et mis à notre disposition des informations précises sur les quelques milliers d'épargnants qui décident de souscrire à leurs fonds via leur plateforme. Notre projet repose ainsi sur une utilisation exhaustive de la base de données des souscripteurs directs.

Il s'agit ainsi d'abord de décrire en détail les données utilisées dans cette étude et notamment le contenu de la base de gestion du fonds Bpifrance Entreprises. Il est en particulier intéressant d'identifier la diversité des montants investis par chaque client, de leur date d'entrée dans le fonds, et plus généralement de toutes formes d'interactions avec la plateforme Bpifrance mesurables dans les données. Ces premiers chiffres permettent déjà de donner un premier aperçu de l'extension du dispositif, en particulier dans le temps puisque plusieurs fonds ont été successivement introduits.

Dans un second temps, nous comparons les caractéristiques des individus qui interagissent avec la plateforme Bpifrance avec celles d'investisseurs dans des caté-

2. Nous avons toutefois été en mesure de connaître les montants investis et le nombre d'investisseurs passant par le canal de l'assurance-vie, que nous discutons au début du premier chapitre de ce rapport.

gories d'actifs plus ou moins similaires aux fonds Bpifrance Entreprises. Il s'agit notamment ainsi de savoir si les clients des fonds Bpifrance sont représentatifs d'une classe d'épargnants qui investit déjà particulièrement dans le non coté ou plus généralement dans des placements innovants ou si, au contraire, ces épargnants sont plus proches de ceux qui typiquement investissent soit dans des actifs sûrs, soit dans des actifs risqués mais plus liquides et traditionnels.

Pour ce faire, nous comparons la distribution suivant des variables sociodémographiques de la population des clients directs des fonds Bpifrance Entreprises avec la distribution obtenue parmi des populations d'épargnants tirées d'enquêtes et de bases administratives. Nous détaillons ces différentes populations suivant entre autres des variables d'âge, de statut professionnel, de revenus, et de patrimoine. Pour ce faire, nous mobilisons trois bases de données accessibles sur le CASD, ainsi qu'une base de données fournie par ailleurs par Bpifrance, qui chacune permet de couvrir une population d'épargnants bien particulière. Nous comparons en particulier la population des souscripteurs directs aux fonds Bpifrance avec les populations composées de ceux qui investissent dans des actions (via assurance-vie ou non), dans des actions en détention directe, dans des actions non cotées, dans des placements financiers particulièrement innovants et/ou risqués.

Ces comparaisons donnent des indices sur les populations qui sont réellement attirées par la plateforme Bpifrance. S'agit-il de personnes qui auraient probablement par ailleurs investi dans des actifs similaires ou au contraire dans des actifs moins ou plus risqués ? La comparaison sera informée par une lecture précise de la littérature académique en finance des ménages s'agissant des investissements risqués (Campbell, 2006; Guiso et Sodini, 2013; Badarinza et al., 2016). Cette littérature s'est surtout attachée à expliquer l'arbitrage des ménages entre actifs sans risque et actifs risqués et le niveau de diversification choisi.

On connaît en revanche très mal ce qui détermine certains épargnants à investir dans des actifs particulièrement risqués et peu aisément diversifiables comme

le capital-investissement, hormis bien sûr le cas très spécifique des entrepreneurs qui investissent dans leur propre projet ou dans des projets voisins du leur ("business angels"). C'est pourquoi, dans un troisième temps, nous proposons une analyse plus systématique de ce qui détermine les épargnants à investir dans les fonds de private equity en général, et dans les fonds Bpifrance en particulier. Pour ce faire, nous comparons, au sein de l'ensemble des épargnants plus certainement intéressés par un tel investissement, soit parce qu'ils disposent d'un patrimoine financier suffisamment significatif, soit qu'ils se sont inscrits sur la plateforme, ceux qui veulent investir dans le private equity ou ceux qui ont finalement décidé d'investir dans un fonds Bpifrance, par rapport à ceux qui s'en détournent. En l'absence d'un dispositif expérimental ou quasi-expérimental, il s'agit ici d'une approche avant tout prédictive plutôt que causale. Cette approche a toutefois pour intérêt de ne pas reposer uniquement sur des données restreintes à ceux qui ont déjà investi dans un produit de private equity ou bien dans un fonds Bpifrance, tout en disposant d'informations d'un détail suffisant pour réaliser un exercice prédictif de qualité.

Plan du rapport

Chapitre 1 : Données utilisées et premières descriptions

Ce chapitre présente les sources de données utilisées dans le cadre de cette étude et décrit les caractéristiques de chacun des fonds Bpifrance disponibles en accès direct et de leurs clients.

Chapitre 2 : Où se situent les clients des fonds Bpifrance dans la population française ?

Ce chapitre compare les clients Bpifrance à la population française générale mais également à des parties plus restreintes (et plus comparables) de la population (ceux qui possèdent des actifs particuliers).

Chapitre 3 : Quels sont les déterminants de la décision d'investir dans un fonds Bpifrance ?

Ce chapitre étudie de manière systématique les caractéristiques qui permettent de prédire la décision d'investir dans du private equity et les fonds Bpifrance.

CHAPITRE 1

DONNÉES UTILISÉES ET PREMIÈRES DESCRIPTIONS

Cette étude repose sur plusieurs sources, dont certaines sont des bases de données administratives au niveau du foyer fiscal (ou ménage) accessibles uniquement sur le Centre d'Accès Sécurisé aux Données (CASD). Dans ce chapitre, nous décrivons ces sources et fournissons une première description des fonds Bpifrance accessibles en souscription directe. Sans analyser à ce stade si la composition des participants témoigne d'une démocratisation du private equity, cette description permet de mieux comprendre le fonctionnement du dispositif des fonds Bpifrance. Une attention spécifique est enfin portée à l'évolution des caractéristiques des épargnants d'un fonds à l'autre, qui peut quant à elle témoigner (ou non) d'une démocratisation dans le temps de ce type de produit.

1.1 Description des données utilisées

1.1.1 Description des données de gestion de la plateforme Bpifrance

Afin de caractériser la population des recourants aux fonds Bpifrance, nous utilisons les données de gestion de la plateforme Bpifrance. Ces données portent sur quatre fonds différents, par ordre temporel, le fond BE1 (Bpifrance Entreprises 1), BE2, BEA1 (Bpifrance Entreprises Avenir 1) et BE3. A l'exception du fonds BEA1, les fonds sont constitués de placements sur le marché secondaire de parts de fonds investissant dans des entreprises non cotées dans lesquels Bpifrance investit déjà en son nom. Le fonds BEA1, quant à lui, est constitué de placements dans des souscriptions à des fonds qui investissent dans des entreprises non cotées auxquelles Bpifrance participe par ailleurs.

A l'exception du fonds BE1, nous avons des informations sur les souscripteurs (individus qui ont effectivement souscrits au fonds) et sur les “prospects” (les individus qui ont commencé la démarche de souscription mais qui n'ont finalement pas souscrit au fonds). Ces données proviennent de la plateforme en ligne de souscription aux fonds. Lors de cette procédure, les individus remplissent des informations socio-démographiques (âge, lieu de résidence, nationalité, profession...) mais également sur les niveaux de revenus et de patrimoine (financier et immobilier) ou des informations sur la structure du patrimoine des individus (détention de non-coté, composition du patrimoine financier, investissement dans les 24 derniers mois par actifs financiers...). Le parcours pose ensuite des questions aux individus à la fois sur leur connaissance de l'investissement dans le non-côté mais également sur leur profil d'investisseurs (besoin en liquidités, “goût” pour le risque...). Les questions qui portent sur la connaissance du produit financier sont un pré-requis légal qui génère des “alertes” lorsque les réponses données ne correspondent pas à la nature

de l'investissement. Les individus sont ainsi informés (par exemple que le niveau de risque n'est pas modéré, ou que l'horizon temporel n'est pas de court terme) et peuvent décider de poursuivre ou d'interrompre le processus.

Lorsque les questions varient entre les différents fonds (et périodes de souscriptions), nous avons harmonisé les variables. Seules les observations comportant une information sur le revenu ont été conservées, afin d'assurer la cohérence et la fiabilité des différentes analyses. Cette sélection permet également de retenir uniquement les prospects ayant complété l'ensemble de la procédure en ligne jusqu'à l'étape précédant le paiement, témoignant ainsi d'un intérêt réel pour le produit. Par ailleurs, les observations pour lesquelles la somme des revenus et des différents types de patrimoine déclarés est nulle ont été exclues de l'échantillon.

1.1.2 Baromètre Opinionway

Nous exploitons également une base de données issue d'un sondage "Baromètre Private Equity" réalisé en 2024 par *OpinionWay* pour Bpifrance. Ce sondage d'un peu plus de 2 000 répondants porte sur une population des français de plus de 18 ans et détenteurs d'un patrimoine financier de 10 000€ ou plus (soit à peu près 60 % de la population française selon *OpinionWay*) et représentatif par sexe, âge, CSP et région. Ce sondage cherche à comprendre les attitudes et opinions des français à propos du *private equity*. Nous exploitons principalement ce sondage dans le dernier chapitre, dans le but de comprendre la décision d'investir dans le *private equity*. En annexe nous présentons des informations sur la représentativité de l'échantillon de sondage.

1.1.3 POTE

Dans le but de comparer la population des souscripteurs à la population française qui détient certains actifs spécifiques (FCPI, FPI, FCPR, actifs numériques, in-

térêts de plateformes de crowdlending,...) nous mobilisons les données d'impôt sur le revenu (appelées POTE). Les données POTE contiennent les déclarations d'impôt sur le revenu des foyers fiscaux (cerfa 2042 et annexes). Ces données exhaustives sur tous les foyers fiscaux français contiennent les informations sur les revenus déclarés (fiscalisés ou non), pour l'ensemble des années 2006 à 2023. Nous utilisons la présence de cases dans la déclaration propres à chaque type d'actifs. Par exemple pour la souscription de parts de fonds d'investissement de proximité (FIP) en 2023, nous utilisons les cases 7FQ et 7FT du formulaire cerfa 2042-RICI. Nous utilisons le millésime 2023 de la base de données.

Cette source a l'avantage de couvrir l'ensemble de la population française, mais l'information qu'elle donne sur les placements est tributaire du statut fiscal de chaque placement. Par exemple, la source ne donne aucune information sur les Fonds Professionnels de Capital-Investissement (FPCI), car à ce jour ces placements ne bénéficient d'aucun dispositif de fiscalité dérogatoire au titre de l'impôt sur le revenu.

1.1.4 Enquêtes Histoire de Vie et Patrimoine

Les données « Enquêtes Histoire de vie et Patrimoine » sont élaborées par l'Insee. L'enquête Histoire de vie et Patrimoine, renouvelée tous les 4/5 ans, porte sur le patrimoine des ménages. Elle est issue de sources administratives et fiscales et complétée par un dispositif d'enquête. Cette source contient des informations détaillées sur le patrimoine des ménages, principalement sur le stock, mais aussi sur certains flux d'épargne. Le dernier millésime disponible est celui que nous exploitons, il porte sur l'année 2020-2021. Nous utilisons plus particulièrement la table "individu" et la table "ménage". La table individu contient des informations sur les personnes qui forment le ménage. Nous utilisons les informations sur l'âge et la détention d'actifs (actions, non-coté ...) de la personne de référence du ménage. Nous

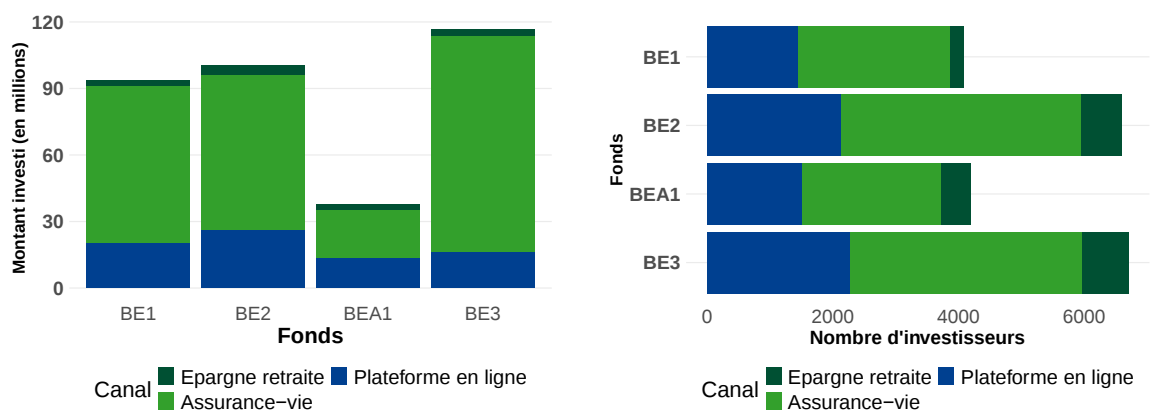
utilisons la base ménage pour les informations au niveau du ménage (patrimoine, revenus...). La base de données est représentative de la population française, ce qui nous permet d'estimer par comparaison la représentativité des souscripteurs aux fonds Bpifrance.

1.2 Statistiques descriptives des souscripteurs des fonds Bpifrance

L'investissement dans un fonds Bpifrance peut se faire à travers différents canaux : via un véhicule d'assurance-vie ou d'épargne retraite, ou directement sur la plateforme en ligne de Bpifrance. Ce rapport s'intéresse uniquement aux investisseurs des fonds Bpifrance de la plateforme en ligne, qui représentent plus d'un cinquième du montant total investi dans l'ensemble des quatre fonds et plus d'un tiers du nombre total de souscripteurs, comme le montre la figure 1.1. Ces données montrent ainsi que les utilisateurs de la plateforme souscrivent des montants moyens environ deux fois plus modestes que les souscripteurs aux mêmes fonds Bpifrance passant par l'assurance-vie. Il est donc particulièrement intéressant du point de vue d'une analyse de la démocratisation de l'investissement dans le capital-investissement de s'intéresser aux investisseurs utilisant la plateforme de Bpifrance. C'est ce que nous faisons dans le reste de ce rapport.

La figure 1.2 illustre le nombre d'observations (souscripteurs et prospects) présentes dans la base de données de la plateforme en ligne Bpifrance pour chacun des fonds. Avec plus de 2 000 souscripteurs, les fonds BE2 et BE3 enregistrent le plus grand nombre de souscriptions en ligne, les deux autres fonds comptant chacun environ 1 500 souscripteurs. Les fonds BE2 et BEA1 présentent un nombre de souscripteurs largement supérieur à celui des prospects, alors que c'est l'inverse pour le fonds BE3.

FIGURE 1.1 – Répartition des investissements et souscripteurs par canal de souscription



(a) Montants totaux investis par fonds

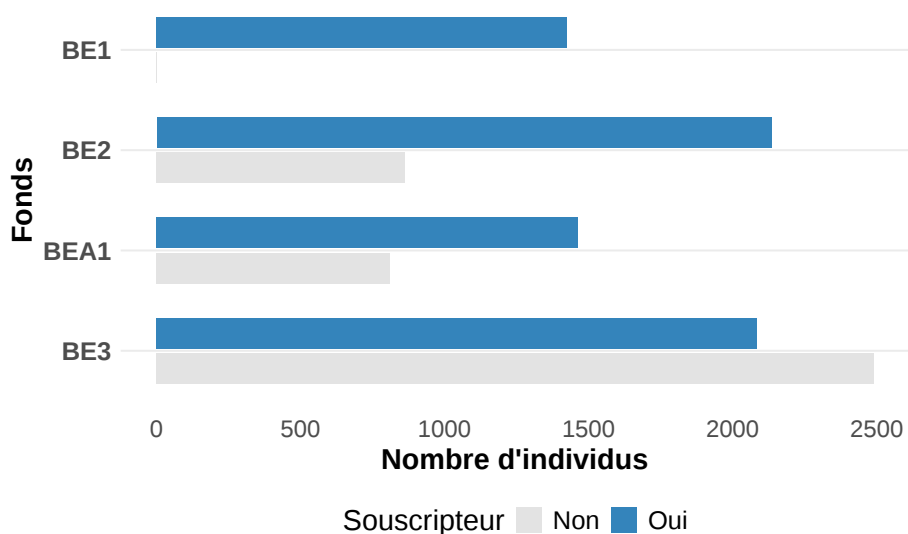
(b) Nombre total de souscripteurs par fonds

NOTES : Les figures 1.1a et 1.1b représentent respectivement les montants investis et le nombre de souscripteurs dans chaque fonds selon le canal de souscription. Source : données de gestion Bpifrance (à jour de décembre 2025).

1.2.1 Description des investissements

Les montants totaux ainsi que les montants moyens investis dans chaque fonds sont présentés dans les figures 1.3a et 1.3b respectivement. Avec près de 26 millions d’euros collectés en ligne, le fonds BE2 se distingue comme le plus important, tant en nombre de souscripteurs qu’en volume d’investissement. Il est suivi par le fonds BE1, qui totalise 20,6 millions d’euros, puis par les fonds BE3 et BEA1, avec respectivement 14,8 millions et 12 millions d’euros investis. La différence observée entre BE2 et BE3, pourtant comparables en nombre de souscripteurs, s’explique tout d’abord par la diminution progressive de l’investissement moyen, en lien avec la baisse du ticket minimum requis entre BE1 et BE3 (figure 1.3b). Elle s’explique aussi, mais dans une moindre mesure, par une baisse de la collecte sur la plateforme qui est issue de conseillers en gestion de patrimoine, qui représentait 12% de la collecte totale sur la plateforme pour BE1, puis 21% pour BE2, pour tomber

FIGURE 1.2 – Nombre de prospects et souscripteurs

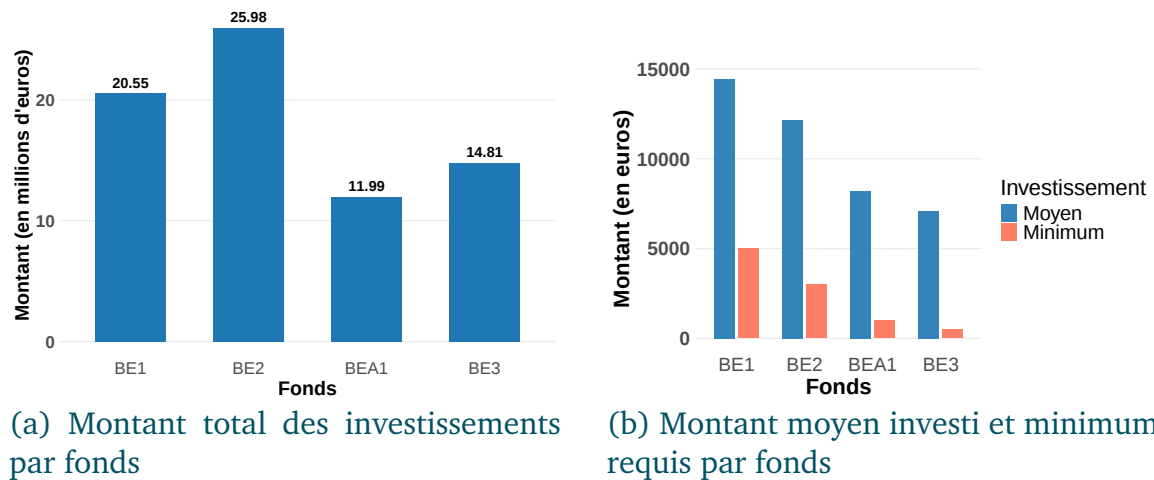


NOTES : Ce graphique présente le nombre de souscripteurs (en bleu) et de prospects (en gris) pour chacun des fonds Bpifrance. Source : données de gestion Bpifrance (à jour de décembre 2025).

finalément à 11% pour BEA1 puis 6% seulement pour BE3.

Pour la détention de leurs parts, les souscripteurs des fonds Bpifrance peuvent choisir entre plusieurs supports : un compte-titres existant, un PEA-PME ou le nominatif pur. Cette dernière option, qui permet une inscription directe des titres au nom de l'investisseur, constitue l'option par défaut. La figure 1.4 montre, pour chaque fond, la répartition des souscripteurs selon le type de support choisi. La part des investisseurs qui choisissent le nominatif pur est plus importante pour les fonds BE1 et BE2 que pour les fonds BEA1 et BE3. En effet, plus de 75% des souscripteurs des deux premiers fonds détiennent leur investissement en nominatif pur contre environ 50 à 60% pour les deux derniers fonds. Cela s'explique en majeure partie par des avancées techniques du côté de Bpifrance facilitant la détention des titres via des comptes existants. Les souscripteurs n'ayant pas choisi le nominatif pur comme mode de détention sont à peu près également répartis entre PEA-PME et compte-titre pour BE1 et BE2, mais un peu plus nombreux à choisir un PEA-PME pour BEA1 et BE3.

FIGURE 1.3 – Montants investis via la plateforme en ligne



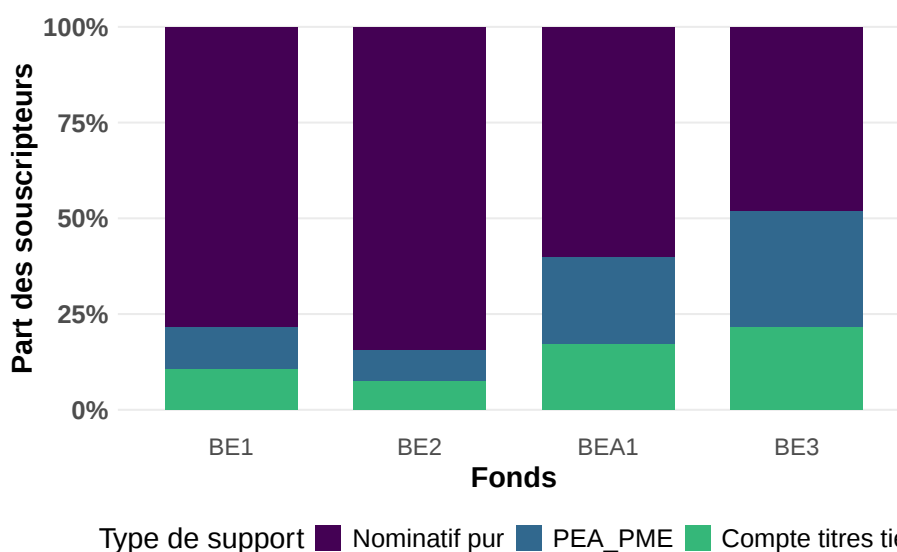
NOTES : La figure (a) représente le montant total en millions d'euros investi dans chaque fonds Bpifrance via la plateforme en ligne. La figure (b) représente pour chaque fonds Bpifrance le montant moyen en euros (en bleu) investi par les souscripteurs via la plateforme en ligne ainsi que l'investissement minimal requis par Bpifrance (en saumon). Source : données de gestion Bpifrance (à jour de décembre 2025).

1.2.2 Description des investisseurs

La section précédente a décrit les investissements réalisés dans les différents fonds. Nous nous intéressons à présent au profil des investisseurs. La plateforme en ligne Bpifrance est accessible directement aux individus intéressés par un investissement dans un fonds Bpifrance mais également aux conseillers en gestion de patrimoine qui peuvent proposer à leur client de souscrire aux fonds via la plateforme. Le premier type d'investisseur est dit "direct", tandis que le second est dit "intermédié". Les données des fonds BE1 et BE2 contiennent des informations sur les deux types d'investisseurs mais ce n'est pas le cas des données pour BEA1 et BE3, qui ne concernent que les investisseurs directs. Afin de comparer l'évolution du profil des investisseurs d'un fonds à un autre, nous n'analysons dans cette section que les investisseurs directs¹.

1. La grande majorité des investisseurs en ligne sont des investisseurs directs, ils représentent 83% du montant investi via la plateforme pour les fonds BE1 et BE2. Les figures A.8 et A.9 en annexe

FIGURE 1.4 – Distribution des souscripteurs par type de support



NOTES : Le graphique représente pour chaque fonds Bpifrance la distribution des souscripteurs par type de support de détention des parts. Source : données de gestion Bpifrance (à jour de décembre 2025).

La figure 1.5a illustre la distribution des souscripteurs directs par tranche de revenu au sein de chaque fonds. Entre BE1 et BE3, la proportion de souscripteurs dont le revenu annuel net est inférieur à 100 000 € progresse d'environ 65% à près de 80%. Cette évolution s'explique principalement par une hausse de la part des investisseurs dont le revenu se situe entre 25 000 € et 50 000 €. Parmi les souscripteurs aux revenus supérieurs à 100 000 €, la baisse est particulièrement marquée dans la tranche comprise entre 100 000 € et 200 000 €. La distribution des souscripteurs par tranche de patrimoine financier (figure 1.5b) met en évidence une proportion plus élevée de souscripteurs dans les tranches supérieures en termes de patrimoine, proportion qui diminue cependant aussi entre BE1 et BE3. Le constat est le même pour le patrimoine immobilier, comme illustré par la figure 1.5c².

Enfin, la figure 1.5d combine le revenu, le patrimoine financier et le patrimoine immobilier des souscripteurs directs pour aboutir à un concept de "capital total". Ce concept correspond à la capacité d'investissement maximale dont dispose un

présentent des statistiques descriptives pour les deux types d'investisseurs

2. Les données sur le patrimoine immobilier ne sont pas disponibles pour le fonds BE1.

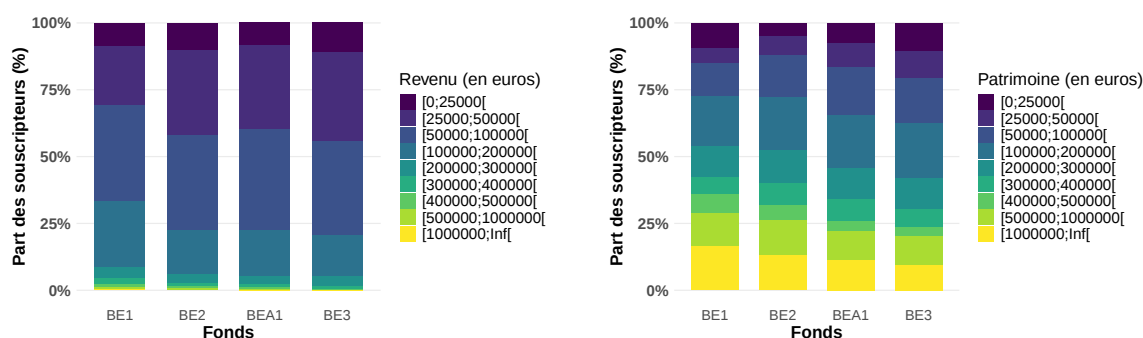
souscripteur sans avoir à emprunter. L'exercice révèle une représentation importante des souscripteurs dont le capital total dépasse 500000€. Leur part a toutefois diminué entre BE2 et BE3, confirmant ainsi la tendance à la démocratisation déjà observée pour chacune des composantes du capital. Si l'on regarde l'évolution de la distribution du capital total par catégorie d'âge, représentée sur la figure 1.6, on s'aperçoit que cette tendance à la démocratisation est vraie pour l'ensemble des catégories à l'exception des souscripteurs âgés de 70 ans et plus, pour lesquels la part des plus riches croît légèrement entre BE2 et BE3. Les figures A.11, A.12, et A.13 en annexe montrent que cela vient d'une part croissante de souscripteurs avec un patrimoine financier et/ou un patrimoine immobilier important dans la dernière catégorie d'âge, la distribution du revenu restant globalement stable. Ces figures mettent aussi en évidence que les souscripteurs les moins aisés pour l'ensemble des composants du capital sont également les plus jeunes, comme on pouvait s'y attendre.

Il faut noter enfin que le profil des participants au fonds BEA1 (fonds primaire) ne se démarque pas de manière significative du profil des participants au fonds BE3 (fonds secondaire). Compte tenu du fait qu'en toute hypothèse un fonds primaire est moins liquide et plus orienté sur le long-terme qu'un fonds secondaire, il serait intéressant de creuser le degré d'information des épargnants sur ce sujet. Cela permettrait en effet ensuite de mieux déterminer à quel point ils sont sensibles au sujet du risque et de l'horizon des placements de capital-investissement dans lesquels ils investissent.

1.2.3 Description des dynamiques d'investissement

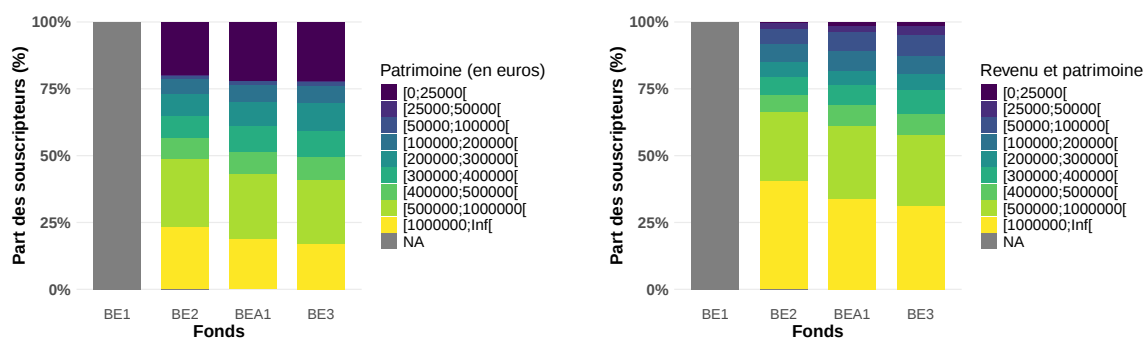
Afin de mieux comprendre les dynamiques d'investissement, nous analysons les séquences d'interactions des prospects et des souscripteurs avec l'ensemble des

FIGURE 1.5 – Distributions des souscripteurs selon leur niveau de revenu et patrimoine



(a) Distribution des souscripteurs par tranche de revenu

(b) Distribution des souscripteurs par tranche de patrimoine financier

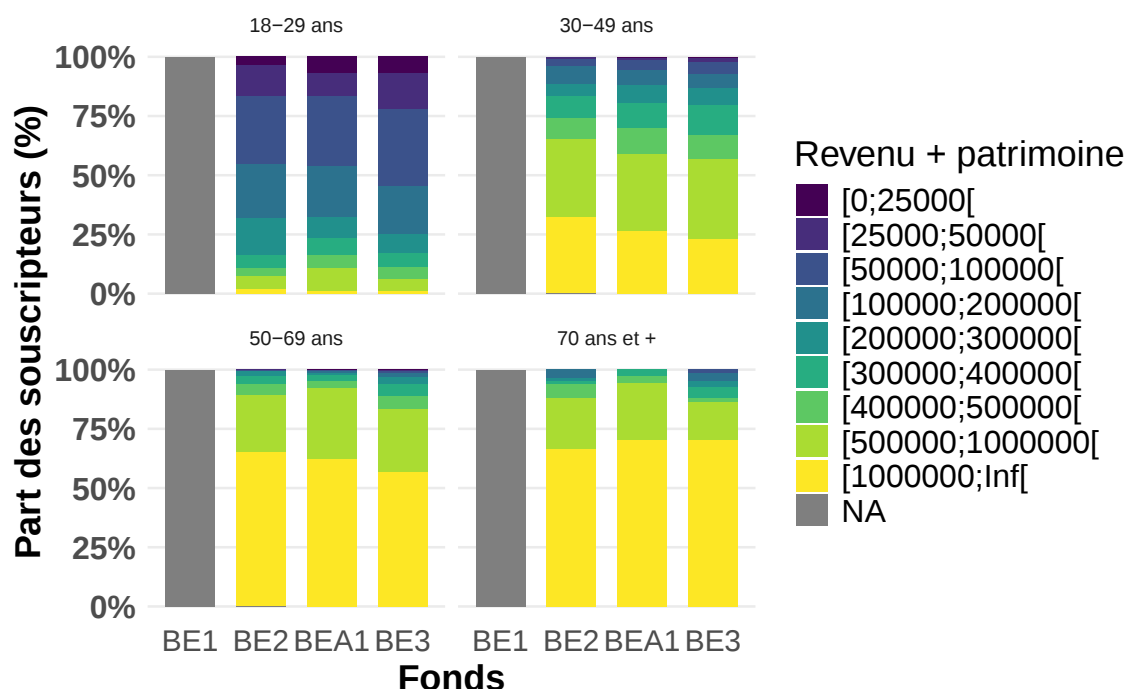


(c) Distribution des souscripteurs par tranche de patrimoine immobilier

(d) Distribution des souscripteurs par tranche de revenu et patrimoine

NOTES : La figure 1.5 représente les distributions de revenu et patrimoine des souscripteurs directs pour chaque fond. Panel (a) : le revenu est le revenu annuel net (en euros) reporté par les souscripteurs. Panel (b) : le patrimoine est le patrimoine financier (en euros reportés par les souscripteurs. Panel (c) : le patrimoine est le patrimoine immobilier (en euros) reportés par les souscripteurs. Les données ne sont pas disponibles pour le fonds BE1. Panel (d) : la distribution est celle de la somme du revenu, du patrimoine financier, et du patrimoine immobilier. Les données pour le patrimoine immobilier n'étant pas disponibles pour le fonds BE1, la somme n'a pas été calculée. Source : données de gestion Bpifrance (à jour de décembre 2025).

FIGURE 1.6 – Distribution des souscripteurs selon le capital total, par catégorie d'âge

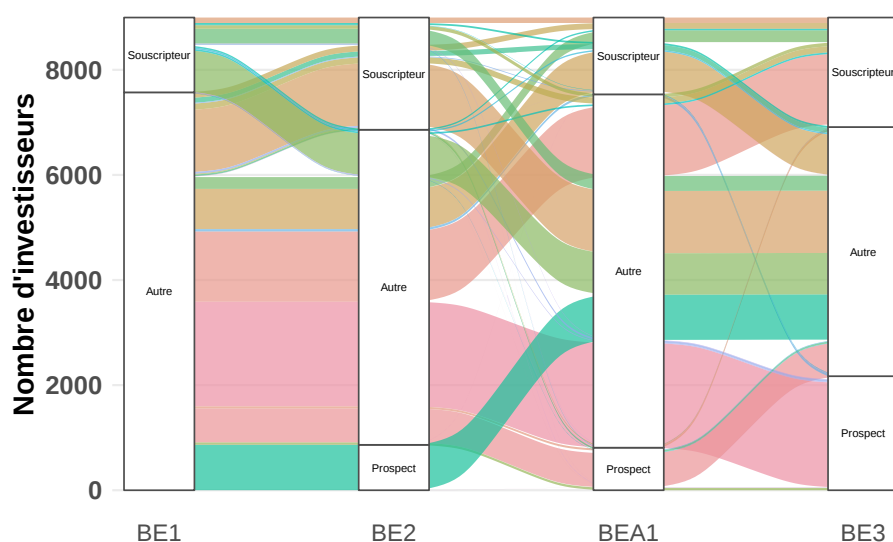


NOTES : La figure 1.6 montre la distribution de la somme du revenu, du patrimoine financier, et du patrimoine immobilier des souscripteurs directs, par catégorie d'âge. Les données pour le patrimoine immobilier n'étant pas disponibles pour le fonds BE1, la somme n'a pas été calculée. Source : données de gestion Bpifrance (à jour de décembre 2025).

fonds Bpifrance, représentées dans la figure 1.7. Chaque séquence est matérialisée par une bande colorée dont la largeur est proportionnelle au nombre d'individus l'ayant suivie. Pour chaque fonds, les individus — entendus ici comme l'ensemble des prospects et souscripteurs des quatre fonds — peuvent apparaître comme souscripteurs, prospects ou autres lorsqu'aucune interaction avec le fonds n'est observée.

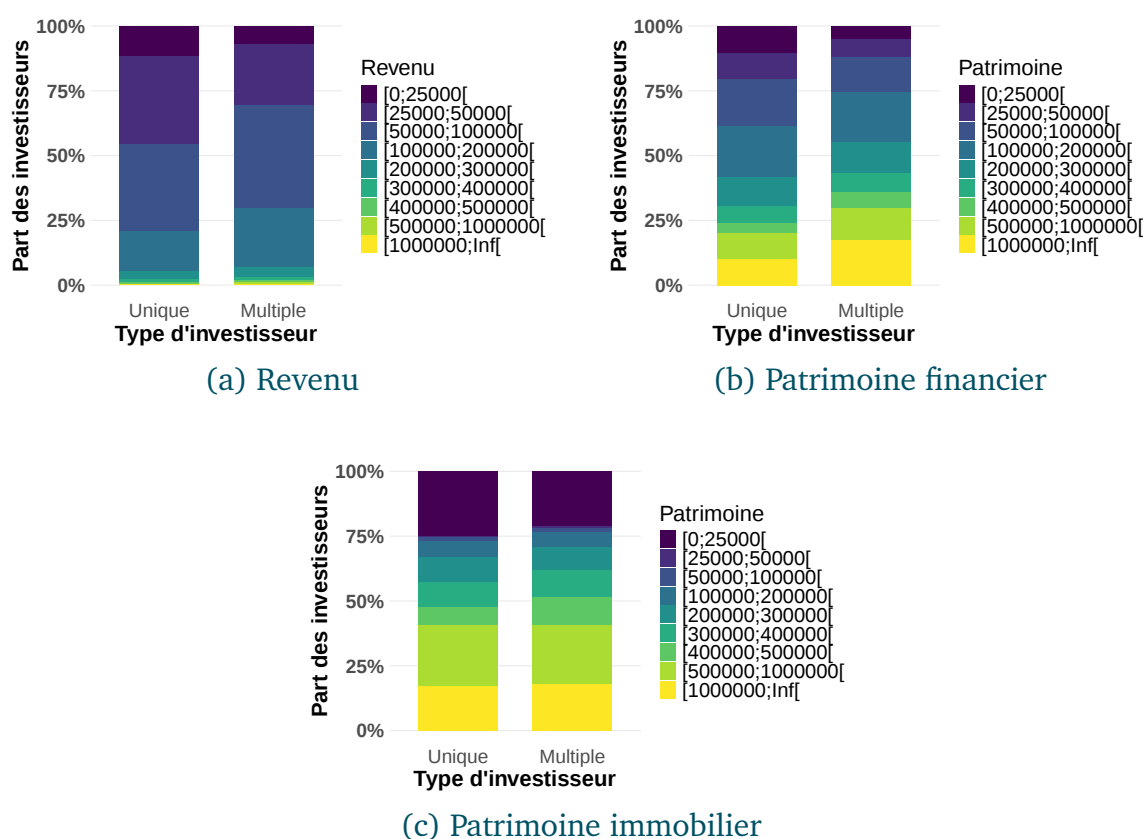
Le principal enseignement est que la grande majorité des individus n'interagissent, en tant que prospect ou souscripteur, qu'avec un seul fonds. En effet, seuls 16% d'entre eux ont interagi avec au moins deux fonds. Par ailleurs, très peu de prospects, qui ne se sont donc pas engagés dans l'investissement initial auxquels ils faisaient face, deviennent ultérieurement souscripteurs d'un fonds. Parmi les souscripteurs, 13% investissent dans au moins deux fonds. La figure 1.8 compare les distributions de revenu et de patrimoine des investisseurs multiples à celles des investisseurs uniques. Comme attendu, les revenus élevés et les patrimoines financiers importants sont davantage représentés parmi les investisseurs multiples que parmi les investisseurs uniques. En revanche, la distribution du patrimoine immobilier est sensiblement similaire entre les deux groupes.

FIGURE 1.7 – Séquences d’interactions avec les fonds Bpifrance



NOTES : La figure 1.7 représente les séquences d’interaction suivies par les individus ayant rempli le formulaire de souscription (sans nécessairement investir) pour au moins un des fonds Bpifrance sur la plateforme en ligne. Chaque bande colorée représente une séquence d’interaction avec les fonds BE1, BE2, BEA1 et BE3. La largeur des bandes est proportionnelle au nombre d’individus ayant suivi cette séquence. Pour chaque fonds, les individus peuvent être prospect, souscripteur, ou autre si ils n’ont pas interagi avec le fonds. Source : données de gestion Bpifrance (à jour de décembre 2025).

FIGURE 1.8 – Comparaison des investisseurs uniques et multiples selon le revenu, le patrimoine financier et le patrimoine immobilier



NOTES : La figure 1.8 représente les distributions de revenu et patrimoine des souscripteurs pour chaque fond. Panel (a) : le revenu est le revenu annuel net (en euros) reporté par les souscripteurs. Panel (b) : le patrimoine est le patrimoine financier (en euros reportés par les souscripteurs. Panel (c) : le patrimoine est le patrimoine immobilier (en euros) reportés par les souscripteurs. Source : données de gestion Bpifrance (à jour de décembre 2025).

CHAPITRE 2

LA REPRÉSENTATIVITÉ DES INVESTISSEURS DES FONDS BPIFRANCE

Ce chapitre continue de décrire le profil des participants aux fonds Bpifrance, cette fois en comparant les clients (ou *prospects*) des fonds Bpifrance à la population française. Dans le chapitre précédent, nous avons décrit un phénomène de démocratisation dans le temps des fonds en question. Le but est maintenant d'évaluer en coupe le niveau de démocratisation des fonds Bpifrance, en cherchant à établir à quel point ils arrivent à toucher une partie de la population traditionnellement éloignée des investissements en capital-risque.

2.1 Méthodologie

La méthodologie suivie dans ce chapitre est la suivante : nous exploitons les informations socio-démographiques des données Bpifrance et nous comparons la distribution de ces caractéristiques à celle des mêmes variables dans plusieurs sources représentatives de la population françaises, à commencer par l'enquête Histoire de Vie et Patrimoine de l'Insee. Nous nous concentrons sur quatre variables de comparaison : le revenu, l'âge, le patrimoine immobilier et le patrimoine financier. Nous comparons également les catégories socio-professionnelles, même si les deux bases sont sur ce point moins directement comparables.

Dans un premier temps, nous comparons les deux populations dans leur entièreté. Ensuite, nous ne regardons que les individus qui disposent d'actions. Enfin, nous nous concentrons sur ceux disposant d'actions dans du non-coté. Ces trois sous-échantillons permettent de voir quelles populations sont les plus comparables aux souscripteurs de fonds Bpifrance.

Nous comparons également la population de la base de données Bpifrance à la population française grâce aux données POTE d'impôt sur le revenu. Cet exercice consiste à comparer la population Bpifrance à la population française ayant soit souscrit soit bénéficié de revenus issus de produits partageant des caractéristiques avec les fonds Bpifrance : (FCPI, FCPR, FIP, plus-values en report, apport-cession, sociétés de capital-risque, dividendes, crowdlending, actifs numériques).

Ces comparaisons reposent sur la comparabilité des concepts sociodémographiques utilisés, notamment celui de revenu. Nous faisons l'hypothèse que le revenu renseigné dans la plateforme Bpifrance est le revenu fiscal déclaré du foyer fiscal.

2.2 Comparaisons avec l'enquête Patrimoine

2.2.1 Comparaison des populations

Dans cette section, nous comparons les souscripteurs et prospects Bpifrance à la population de l'enquête Patrimoine de l'Insee.

Dans un premier temps nous nous intéressons à la composition des trois populations en regardant la part de la population concernée par catégories de revenus, de patrimoine immobilier, de patrimoine financier, d'âge et de catégorie socioprofessionnelle (PCS). Nous procédons à cette comparaison dans la figure 2.1. Dans cette figure, chaque barre représente la part de la catégorie (par exemple des 18-25 ans) dans la population concernée (donc pour chaque population, les barres doivent se sommer à 100 %). Si la population des souscripteurs Bpifrance était purement représentative, les barres oranges et vertes devraient être exactement de la même hauteur dans les graphiques.

Le gradient croissant entre patrimoine et prise de risque financier est bien établi dans la littérature, à la fois théoriquement (Merton, 1969) et empiriquement (Bach et al., 2020). Compte tenu du caractère risqué des fonds Bpifrance, il n'est donc pas surprenant de découvrir que les souscripteurs à ces fonds sont sous-représentés dans les catégories à faibles revenus et patrimoine. Concernant le patrimoine financier, c'est principalement dans la plus faible catégorie que la différence entre les populations de fonds Bpifrance est la plus éloignée de celle de l'enquête patrimoine. La différence d'âge est également importante, cependant ce ne sont pas chez les plus âgés que Bpifrance est sur-représentée mais plutôt sur les adultes de 25 à 45 ans que l'on observe la plus grande part de la différence. Cela peut s'expliquer par la nature particulièrement risquée des placements en capital-investissement qui sied peu aux plus âgés, qui préfèrent d'autres types d'actifs plus sûrs et liquides (comme les assurances-vie par exemple) ¹. Enfin, en termes de PCS c'est la catégorie 3 (cadres) qui est de loin la plus représentée dans la population Bpifrance (entre 75 et 90 %

1. La relation décroissante entre l'âge et l'exposition peut être aisément rationalisée par des modèles dynamiques de choix de portefeuille (Cocco et al., 2005)

de la population), ce qui peut correspondre en grande partie à l'effet important du patrimoine que nous venons de décrire.

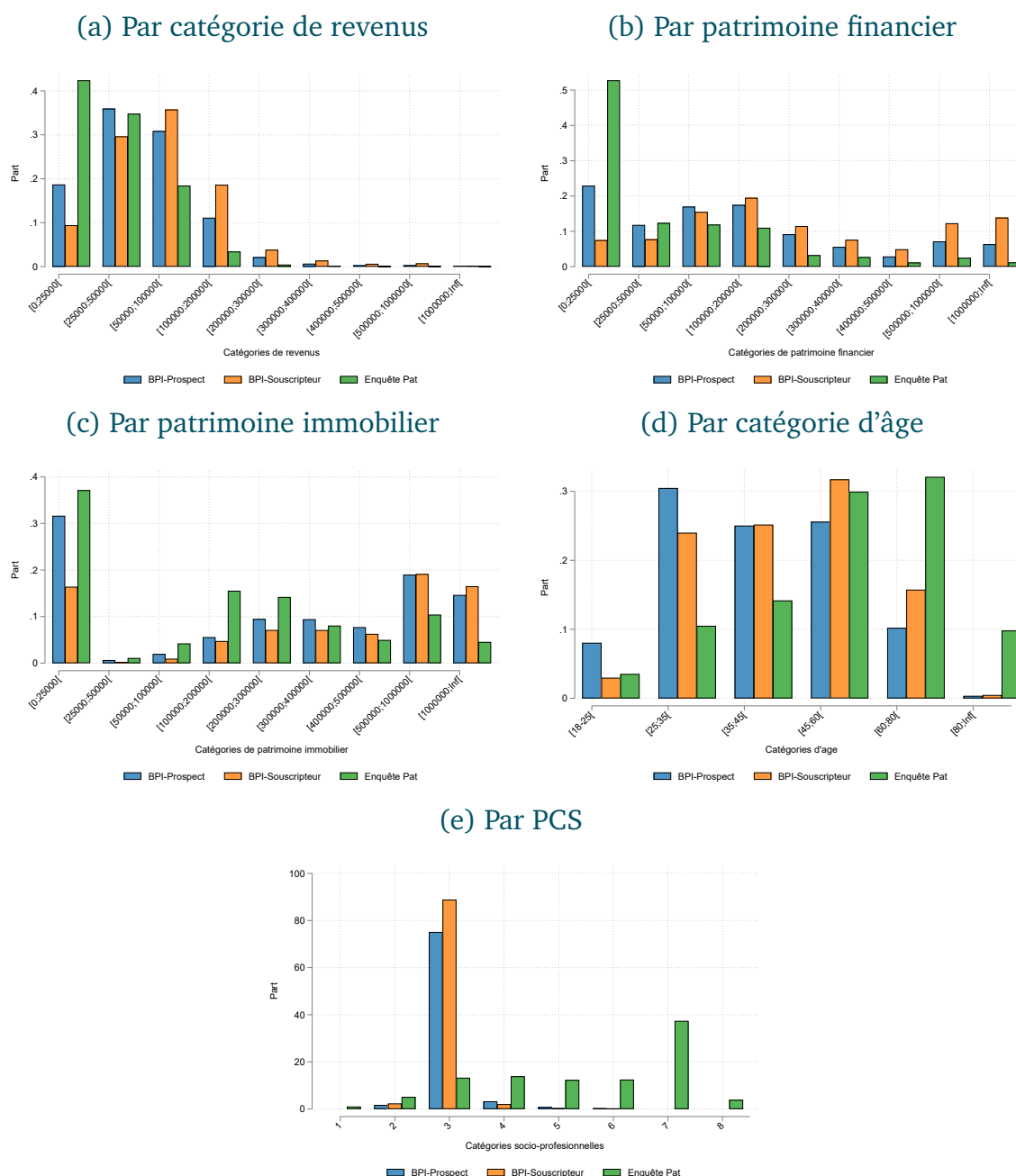
La figure 2.1 compare tous les souscripteurs et les *prospects* Bpifrance à toute la population française. Cependant, il y a de bonnes raisons de penser que ce n'est pas le groupe le plus comparable ni le public visé par de tels produits financiers. Ainsi, dans les figures 2.2 et 2.3, nous restreignons notre exercice de comparaison aux populations détenant des actions ou des actions non-cotées².

La comparabilité des populations s'améliore grandement lorsque l'on se focalise sur les individus détenant des actions. En effet, à part pour l'âge où la grande différence subsiste (ainsi que la PCS), les distributions entre les deux populations Bpifrance sont beaucoup plus proches de la population générale (détentrices d'actions). Les souscripteurs aux fonds Bpifrance sont toutefois nettement plus jeunes que les détenteurs habituels d'actions. Cela peut refléter en partie le fait que nous comparons ici une population qui *souscrit* à une population qui *détient* un actif. Toutefois, ces différences d'âge sont si prononcées qu'elles suggèrent peut-être aussi un effet d'information ou de mode qui rendrait les jeunes générations plus sensibles aux produits de private equity fournis par Bpifrance. Il est par exemple déjà régulièrement observé que les actifs numériques de type bitcoin sont particulièrement investis par les plus jeunes générations à niveau de richesse tenu constant (Hackethal et al., 2022). Nous creuserons cette hypothèse un peu plus loin dans ce chapitre.

La comparaison entre les détenteurs d'actions non-cotées dans l'enquête Patrimoine est quant à elle moins bonne que la comparaison plus large entre seuls détenteurs d'actions. Cela s'explique par la rareté de la détention d'actions non-cotées dans l'enquête Patrimoine et par la moindre qualité des données ; les répondants aux enquêtes sachant peut-être moins souvent dire s'ils détiennent du non-coté.

2. Nous ne gardons de la base Bpifrance également que les détenteurs d'actions.

FIGURE 2.1 – Comparaison des clients Bpifrance au reste de la population



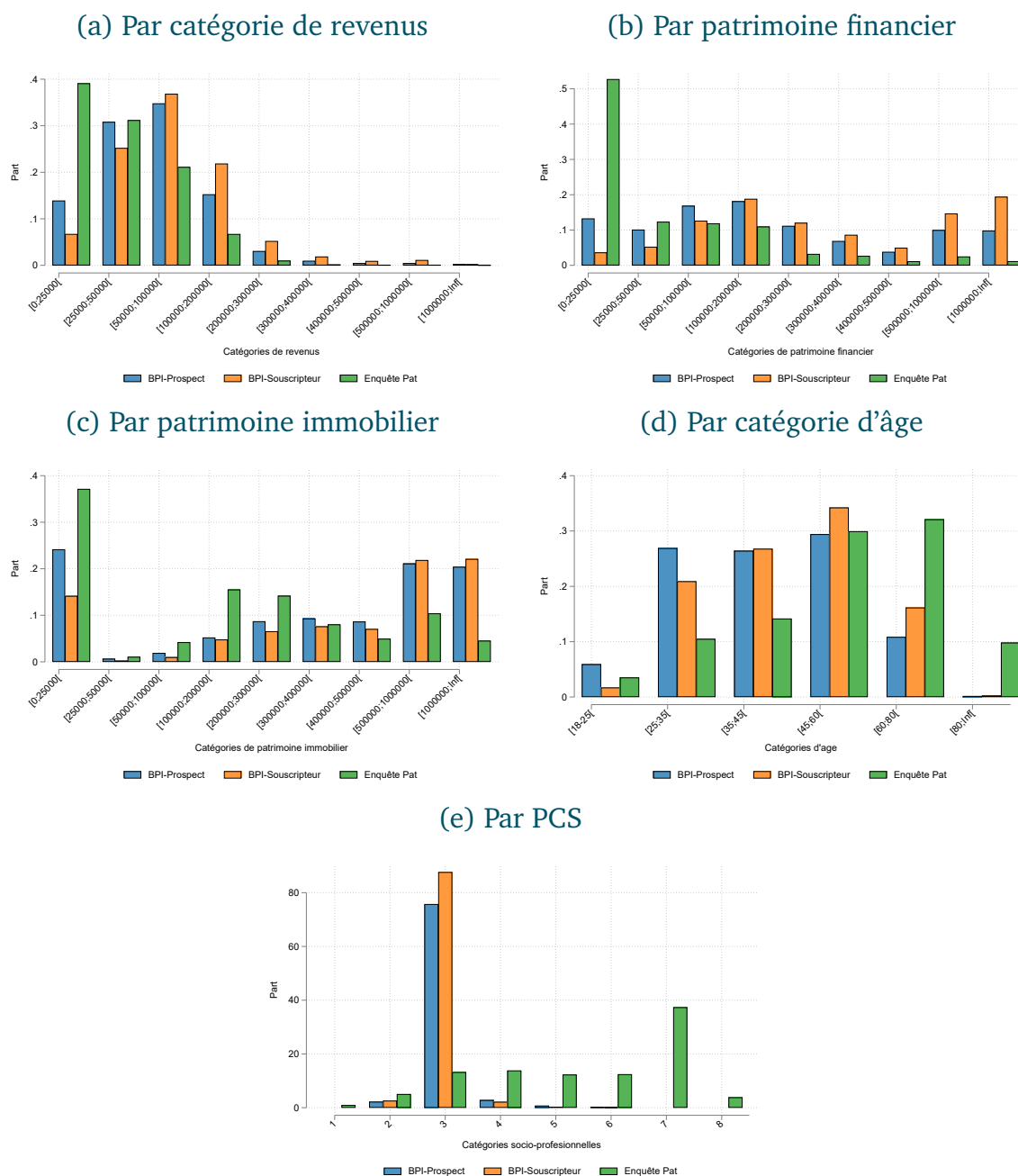
NOTES : Le graphique représente la part de la population des trois bases de données dans chaque catégorie. Chaque sous-figure regarde une caractéristique socio-démographique particulière. Pour rappel, l'intitulé des PCS : 1 = Agriculteurs, 2 = Artisans/Commerçants/Chefs d'entreprise, 3 = Cadres supérieurs, 4 = Professions intermédiaires, 5 = Employés, 6 = Ouvriers, 7 = Retraités, 8 = Autres sans activité professionnelle.

FIGURE 2.2 – Comparaison des clients Bpifrance au reste de la population détenant des actions



NOTES : Le graphique représente la part de la population des trois bases de données dans chaque catégorie. Chaque sous-figure regarde une caractéristique socio-démographique particulière. Pour les trois bases de données, ne sont gardé que les ménages déclarant posséder des actions.

FIGURE 2.3 – Comparaison des clients Bpifrance au reste de la population détenant des actions non-cotées



NOTES : Le graphique représente la part de la population des trois bases de données dans chaque catégorie. Chaque sous-figure regarde une caractéristique socio-démographique particulière. Pour les trois bases de données, ne sont gardé que les ménages déclarant posséder des actions non-cotées.

2.2.2 Comparaison des détentions d'actifs

Dans un second temps, nous avons cherché à comparer les trois populations dans leur détention d'actifs particuliers et ce, selon le revenu ou l'âge.

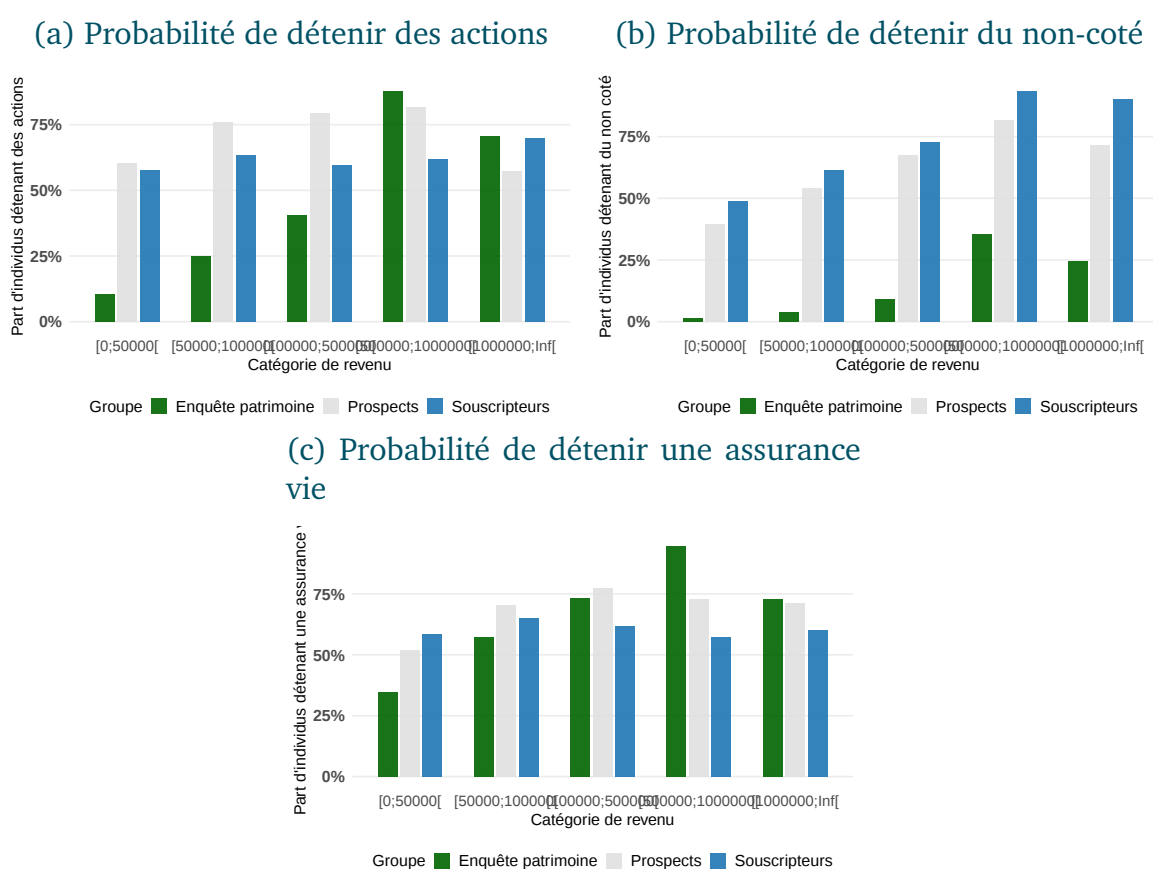
Les figures 2.4 et 2.5 montrent les probabilités de détention d'actions, de non-coté, d'assurance-vie et d'obligations selon les catégories de revenus ou d'âge pour trois populations différentes (souscripteur, *prospect* et l'enquête patrimoine).

Concernant les détentions par catégorie de revenus deux messages s'imposent à la lecture des graphiques. Le premier est que le taux de détention de tous les actifs est croissant avec le revenu (avec une petite décroissance sur la catégorie aux plus grand revenus) et ce, dans chacune des trois populations étudiées. Le second enseignement est que le taux de détention moyen de non-coté par catégorie est particulièrement élevé dans les populations Bpifrance, ce qui pourrait indiquer que la population qui s'intéresse aux fonds Bpifrance est une catégorie de la population particulièrement bien informée ou attirée par ce type de placement.

La probabilité de détenir par ailleurs de l'assurance-vie est quant à elle très significative chez les souscripteurs aux fonds Bpifrance, et très similaire, conditionnellement au niveau de revenus, à ce que l'on observe dans la population française. Cela pourrait éventuellement suggérer que les souscripteurs choisissent véritablement d'investir dans les fonds Bpifrance via la plateforme dédiée d'investissement direct, si d'aventure ils disposaient par ailleurs d'une enveloppe conséquente en assurance-vie au sein de laquelle les fonds Bpifrance leur seraient disponibles. Cela paraît toutefois improbable compte tenu de la diversité des offres d'assurance-vie, dont une grande partie ne proposaient pas sur cette période de fonds bpifrance.

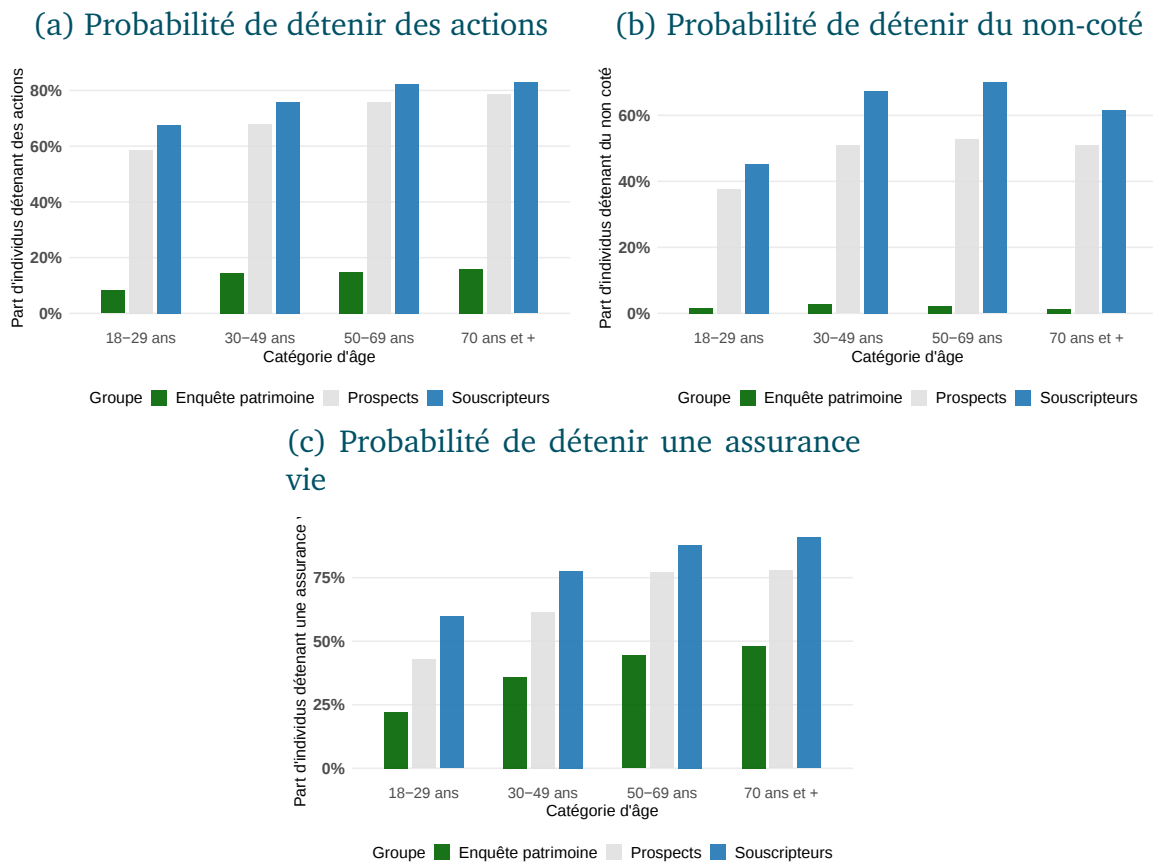
Pour les détentions d'actifs selon l'âge, l'on remarque également que le taux de détention est beaucoup plus élevé dans les populations Bpifrance (souscripteurs et prospects) que dans l'enquête patrimoine. Ce taux de détention est également strictement croissant avec l'âge, à l'exception du non-coté qui décroît au delà de 70

FIGURE 2.4 – Comparaison des détentions d'actifs par catégorie de revenus



NOTES : Le graphique représente la probabilité de détenir un actif particulier selon la catégorie de revenus pour chacune des trois bases de données.

FIGURE 2.5 – Comparaison des détentions d’actifs par catégorie d’âge



NOTES : Le graphique représente la probabilité de détenir un actif particulier selon la catégorie d’âge pour chacune des trois bases de données.

ans. Compte tenu de la forte corrélation âge-revenu-patrimoine, il est possible que des facteurs confondants expliquent en partie cette différence.

2.3 Comparaison avec les données d’impôt sur le revenu

Dans cette section, nous exploitons les données de l’impôt sur le revenu. Nous regardons la détention d’actif particuliers ou de revenus du capital tels que le FIP, FCPI, FCPR, des plus-values en report, des apport-cession, dividendes (notamment les grands dividendes supérieurs à 100 €), actifs numériques et actifs de crowdlending.

Les graphiques 2.6, 2.7, 2.8 et 2.9 comparent, respectivement par catégories de revenus et catégories d'âge, la part de chaque population Bpifrance (souscripteur ou *prospect*) à celle de la population à l'impôt sur le revenu ayant déclaré en 2023 la souscription ou le revenu d'un actif particulier³. Dans ces figures, il y a un graphique par type de souscription/revenu financier. Chaque graphique décrit ainsi une population différente issue de l'impôt sur le revenu, mais comme nous ne disposons pas de la même information patrimoniale du côté de la base Bpifrance, les populations Bpifrance sont identiques à chaque graphique et contiennent l'entièreté de la base.

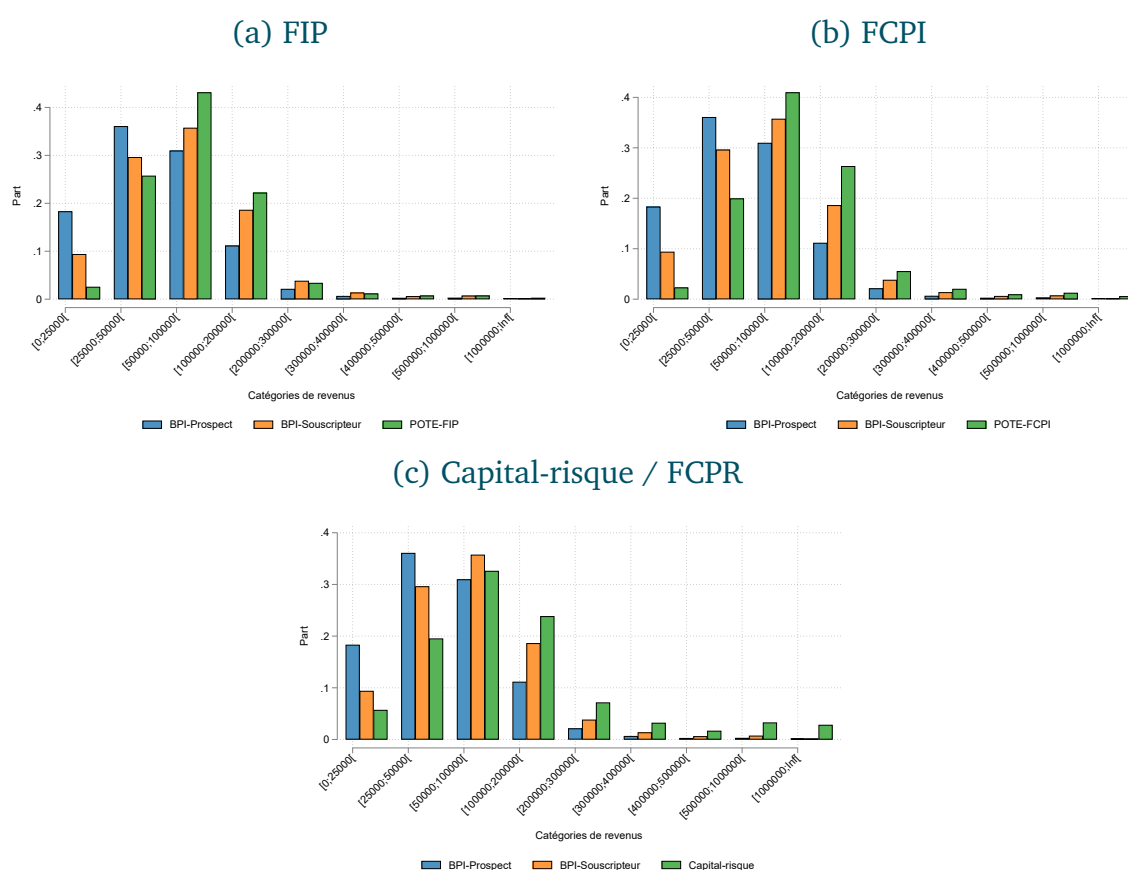
En annexe, les figures A.21 A.23, A.22 et A.24 détaillent pour chaque actif/revenu la distribution (de revenus ou d'âge) de la sous-population ayant rempli cette case par rapport à la population générale ayant rempli une déclaration d'impôt sur le revenu.

Les figures 2.6 et 2.7 montrent la comparabilité de la distribution des revenus des échantillons Bpifrance avec certaines sous-populations françaises. À l'inverse de la comparaison à la population générale de la section précédente, pour la plupart des détentions d'actif considérées (fonds risqués et apport-cession notamment), la population Bpifrance semble sur-représentée dans les plus bas revenus et sous-représentée dans les hauts revenus. Cela suggère donc que les fonds Bpifrance arrivent à toucher une population légèrement moins aisée que la population qui investit habituellement dans le private equity intermédiaire. Parmi toutes les détentions d'actif considérées, et en termes de revenu, les populations Bpifrance se rapprochent ainsi plutôt des populations touchant des dividendes (notamment ceux touchants des dividendes supérieurs à 100 €) ou bénéficiant de revenus de crypto-actifs ou de créances de crowdlending.

Les figures 2.8 et 2.9 procèdent à la même comparaison mais par catégories

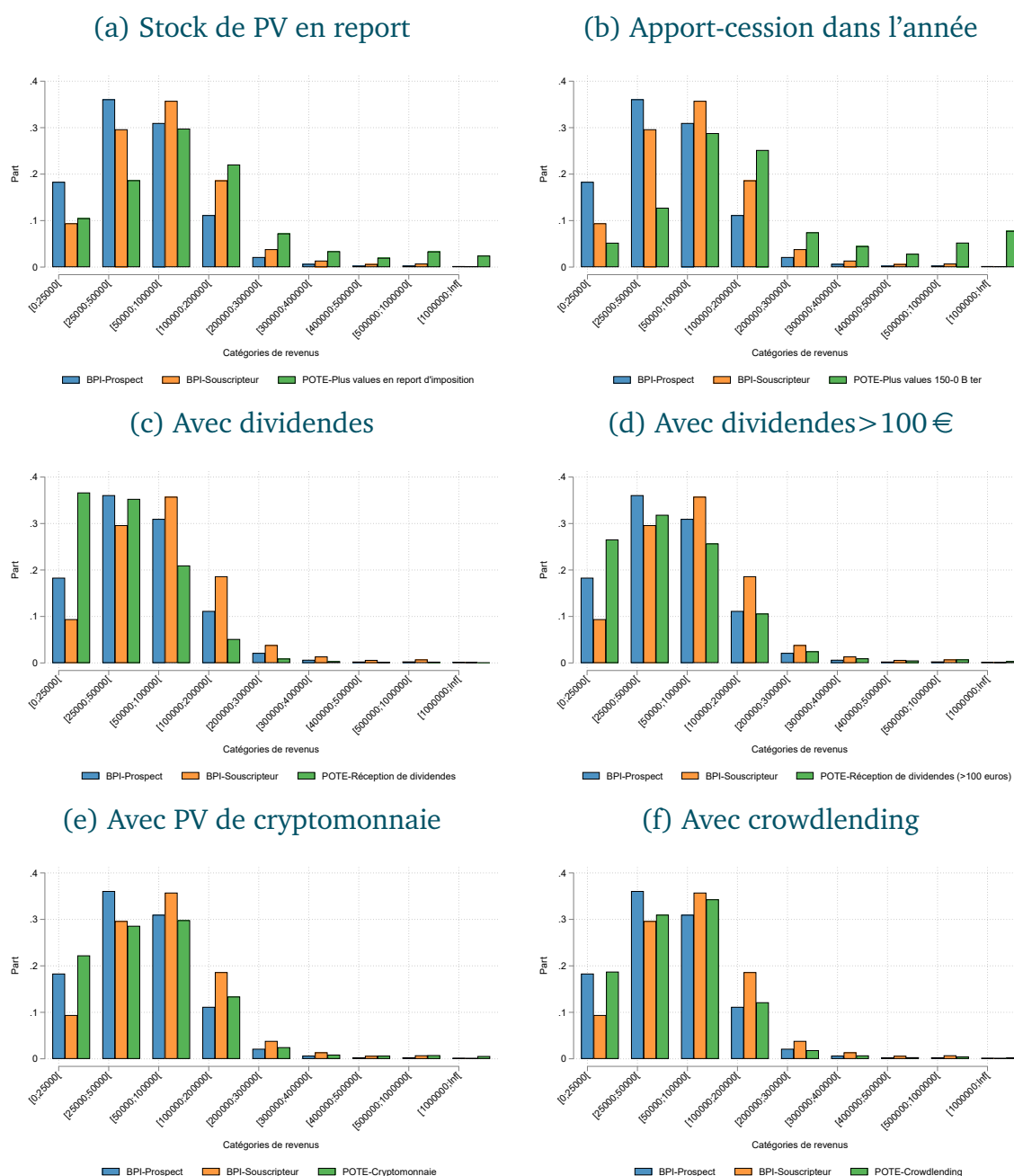
3. Nous faisons figurer en annexe les mêmes graphiques pour les déclarants à l'impôt sur le revenu des années 2020 à 2022

FIGURE 2.6 – Comparaison des clients Bpifrance aux données d’impôt sur le revenu par catégorie de revenus (actifs en fonds)



NOTES : Le graphique représente la distribution par revenus de tous les ménages des deux bases de données Bpifrance et de tous les ménages de la base de données POTE déclarant un actif ou un revenu du capital particulier en 2023.

FIGURE 2.7 – Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie de revenus (autres actifs)

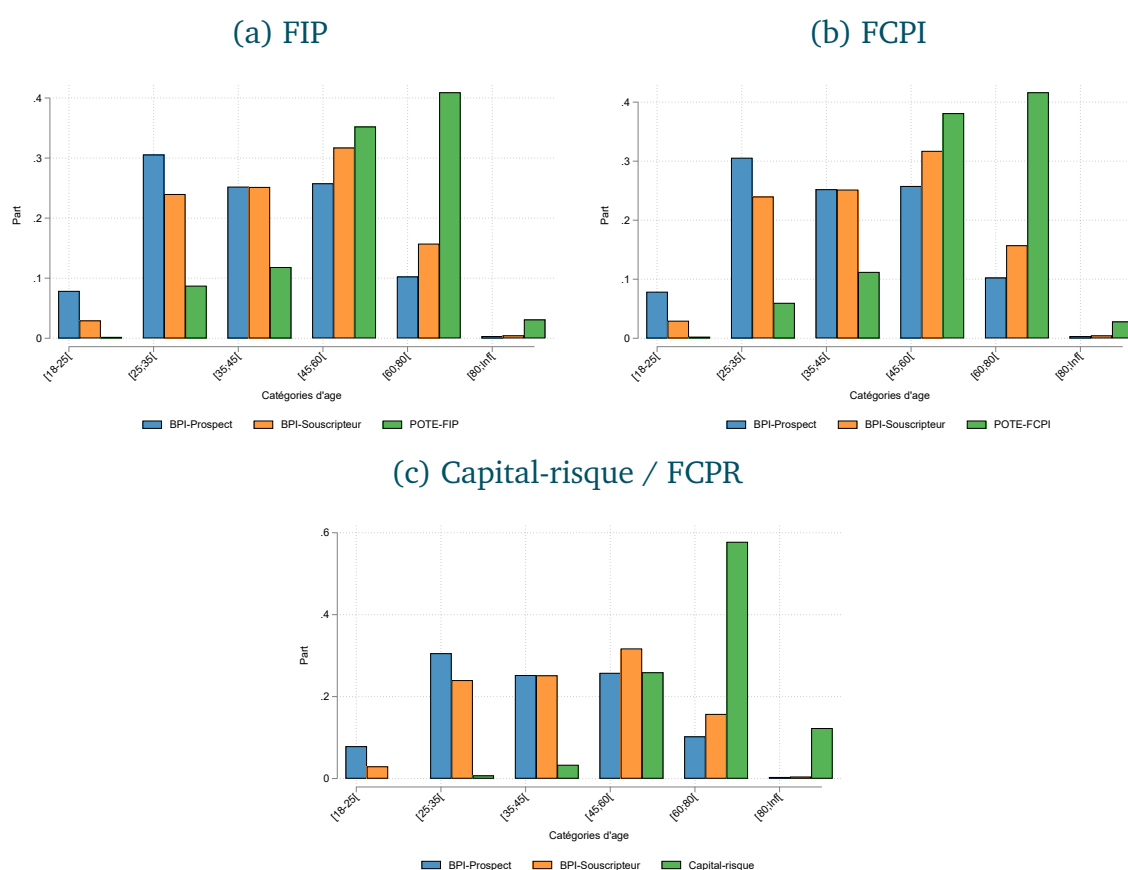


NOTES : Le graphique représente la distribution par revenus de tous les ménages des deux bases de données Bpifrance et de tous les ménages de la base de données POTE déclarant un actif ou un revenu du capital particulier en 2023.

d'âge. Le constat est différent de la figure précédente : en termes d'âge les populations Bpifrance sont beaucoup plus comparables aux populations avec apport-cession dans l'année ainsi qu'à celles qui investissent dans le crowdlending ou les cryptomonnaies qu'aux autres. En effet, les populations Bpifrance ont la particularité d'être beaucoup plus jeunes que les populations classiques détentrices d'actifs risqués (notamment lorsque l'on observe uniquement la sortie de ces actifs).

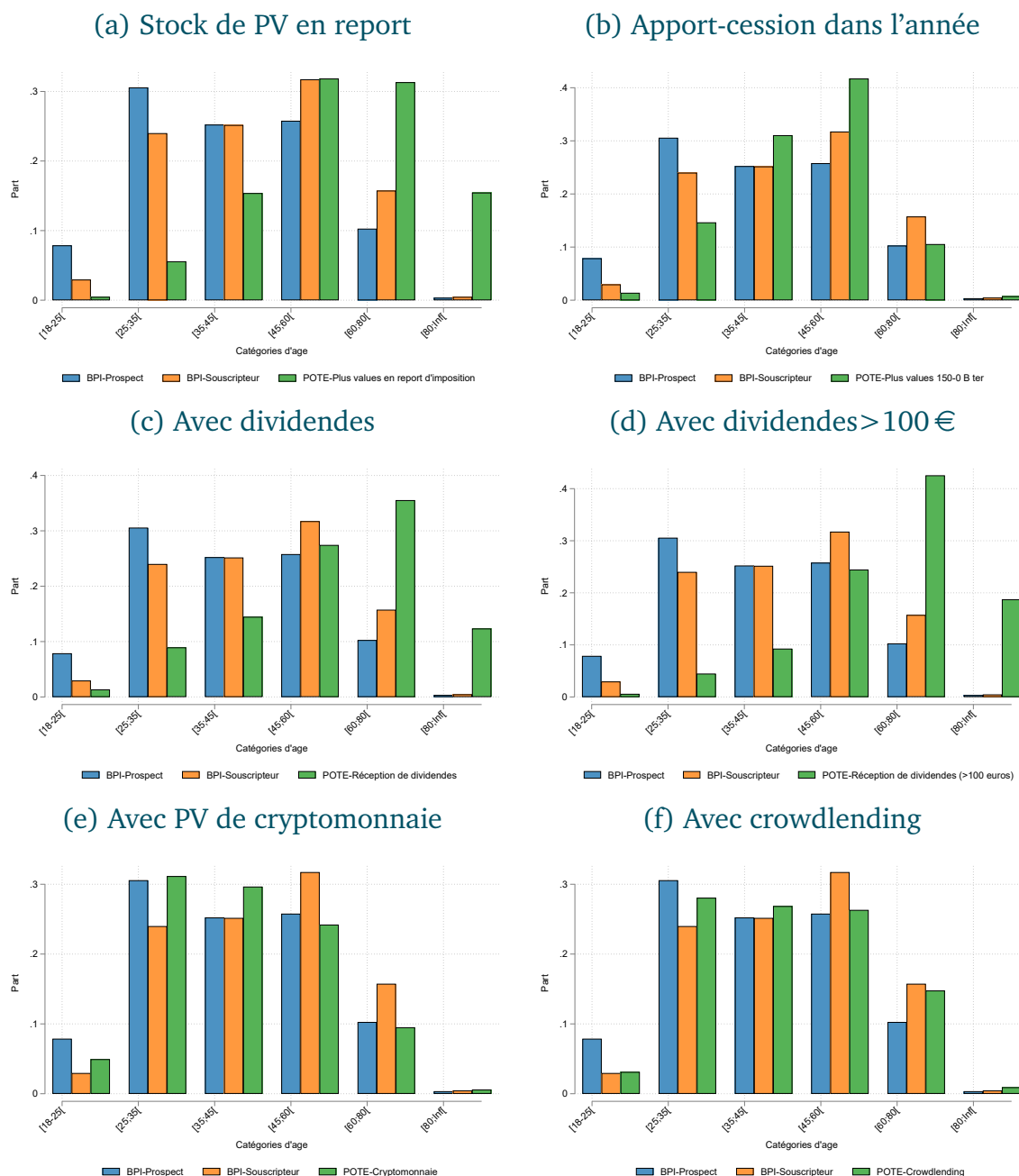
Il semble donc pour conclure cette partie que les investisseurs dans les fonds Bpifrance ont le même profil de richesse que les détenteurs d'actions mais sont moins riches que les détenteurs habituels de private equity. Inversement, s'agissant de l'âge, les investisseurs dans les fonds Bpifrance sont plus jeunes que les détenteurs d'actions et aussi jeunes que les entrepreneurs réemployant leur fortune dans de l'apport-cession vers le private equity. Finalement, le profil le plus comparable aux souscripteurs Bpifrance, qu'il s'agisse de la richesse ou de l'âge, est celui des investisseurs en actifs innovants, risqués et en détention directe que sont les cryptomonnaies et les placements en crowdlending. De ce point de vue, il est important de noter qu'en 2023, 48000 foyers fiscaux recevaient des intérêts de crowdlending et 11000 déclaraient des plus-values ou des moins-values sur la réalisation d'actifs numériques. La population la plus proche des profils observés sur la plateforme Bpifrance semble donc un ordre de grandeur plus important que le nombre de souscripteurs enregistré jusqu'à maintenant sur la plateforme Bpifrance.

FIGURE 2.8 – Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie d'âge (actifs en fonds)



NOTES : Le graphique représente la distribution par âge de tous les ménages des deux bases de données Bpifrance et de tous les ménages de la base de données POTE déclarant un actif ou un revenu du capital particulier en 2023.

FIGURE 2.9 – Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie d'âge (autres actifs)



NOTES : Le graphique représente la distribution par âge de tous les ménages des deux bases de données Bpifrance et de tous les ménages de la base de données POTE déclarant un actif ou un revenu du capital particulier en 2023.

CHAPITRE 3

LES DÉTERMINANTS DE LA DÉCISION D'INVESTIR DANS LE PRIVATE EQUITY ET LES FONDS BPIFRANCE

Au-delà des simples variables d'âge et de richesse que nous avons abordées jusqu'à présent, ce chapitre vise à étudier de manière plus systématique, les facteurs qui prédisent l'investissement en private equity en général, et dans les fonds Bpifrance en particulier. Pour ce faire, il nous faut travailler sur des données incluant participants et non-participants ainsi qu'un nombre aussi grand que possible de variables explicatives. C'est pourquoi, nous utilisons les données des fonds Bpifrance ainsi que les données du sondage Opinionway.

Dans un premier temps, nous cherchons à décrire de manière plus systématique les différences entre les souscripteurs et les *prospects*. Ensuite, nous procédons à des analyses empiriques pour préciser l'importance de chaque variable explicative dans la différence entre les deux populations. Enfin, nous faisons appel aux données du sondage Opinionway pour prédire la volonté d'investir dans des fonds de private equity.

3.1 Comparaison des souscripteurs aux *prospects*

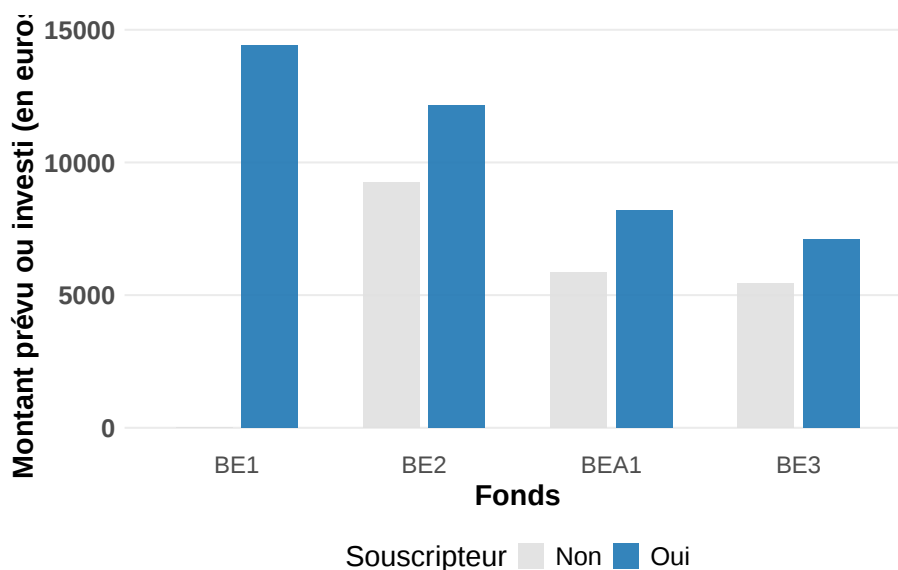
Dans cette section, nous cherchons à décrire les différences entre les souscripteurs, ceux qui sont allés au bout du processus et ont investi dans les fonds Bpifrance, et les *prospects* qui ont commencé le processus mais n'ont finalement pas souhaité investir.

Tout d'abord, les prospects et les souscripteurs diffèrent concernant les montants moyens qu'ils sont prêts à investir. On peut voir sur la figure 3.1 que les prospects envisagent d'investir des sommes systématiquement inférieures à celles investies par les souscripteurs. De plus, comme chez les souscripteurs, le montant moyen envisagé par les prospects diminue avec le temps et la baisse du ticket minimum, même si ce montant moyen reste évidemment toujours supérieur au ticket minimum. Plusieurs facteurs pourraient expliquer que les prospects souhaitent investir moins que les souscripteurs. Une possibilité est qu'ils ne remplissent le formulaire que par curiosité et ne renseignent donc pas le vrai montant qu'ils sont prêts à investir. Une autre est qu'ils diffèrent des souscripteurs sur des dimensions qui expliquent le choix final d'investir ou non. Nous explorons cette possibilité dans le reste de cette section.

Plusieurs caractéristiques des souscripteurs et des prospects sont représentées sur la figure 3.2. Dans le panel (a), l'âge moyen des prospects apparaît légèrement inférieur à celui des souscripteurs dans l'ensemble des fonds. Cette différence reste faible et semble peu à même d'expliquer la décision d'investir ou non.

Ensuite, le panel (b) montre que la part de femmes est systématiquement plus importante parmi les souscripteurs que parmi les prospects. Cela indique qu'une femme qui s'engage dans la procédure de souscription en ligne a une probabilité plus élevée d'investir qu'un homme.

FIGURE 3.1 – Montants moyens des investissements

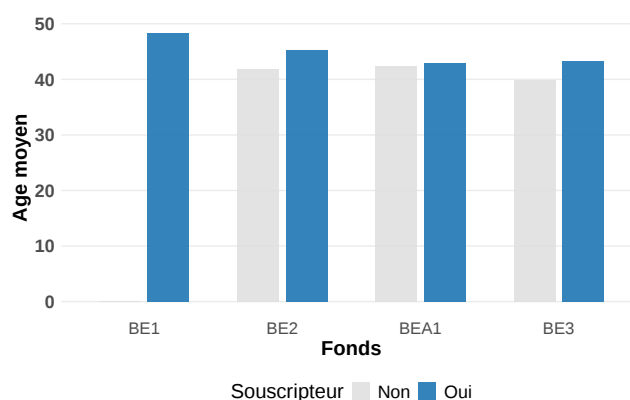


NOTES : La figure 3.1 représente pour chaque fonds Bpifrance le montant moyen en euros que les souscripteurs (en bleu) ont investi et que les prospects (en gris) ont prévu d'investir via la plateforme en ligne. Pour mémoire, les tickets minimum étaient de 5000 euros pour BE1, 3000 pour BE2, 1000 pour BEA1, et 500 pour BE3. Source : données de gestion Bpifrance (à jour de décembre 2025).

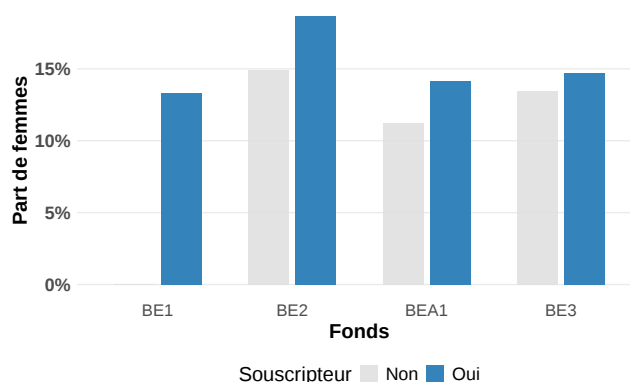
Enfin, le panel (c) présente la part des individus ayant reçu au moins une alerte lors du remplissage du formulaire de souscription en ligne. Ces alertes sont envoyées aux individus lorsque leur réponse à une question relève un caractère inapproprié aux objectifs du capital-investissement¹. La part des souscripteurs ayant reçu au moins une alerte est inférieure à celle des prospects pour les fonds BE2 et BEA1, mais supérieure pour le fonds BE3. En effet, cette part augmente significativement entre BE2 et BE3. Cela suggère, d'une part, que les fonds Bpifrance les plus récents attirent des souscripteurs, et des prospects, avec une moins bonne connaissance du capital-investissement que les fonds plus anciens. D'autre part, c'est un nouvel indice de l'ouverture du capital-investissement à des nouveaux publics, en ligne avec les chiffres de démocratisation dans le temps discutés dans le premier chapitre.

1. Ces alertes se déclenchent lorsque l'individu déclare 1) avoir besoin de liquidités (moins de 1% des souscripteurs, moins de 10% des prospects, mais en augmentation avec BE3), 2) avoir un horizon de placement inférieur à 5 ans (entre 5 et 10% des souscripteurs et prospects), ou 3) souhaiter un rendement et un risque plutôt faibles (environ 40% des souscripteurs et prospects).

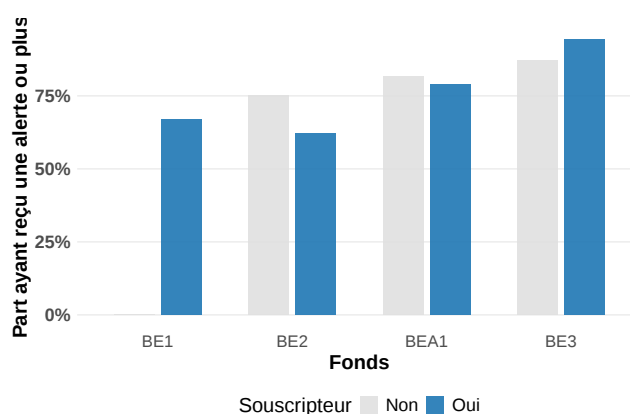
FIGURE 3.2 – Caractéristiques des souscripteurs et des prospects



(a) Âge moyen des individus



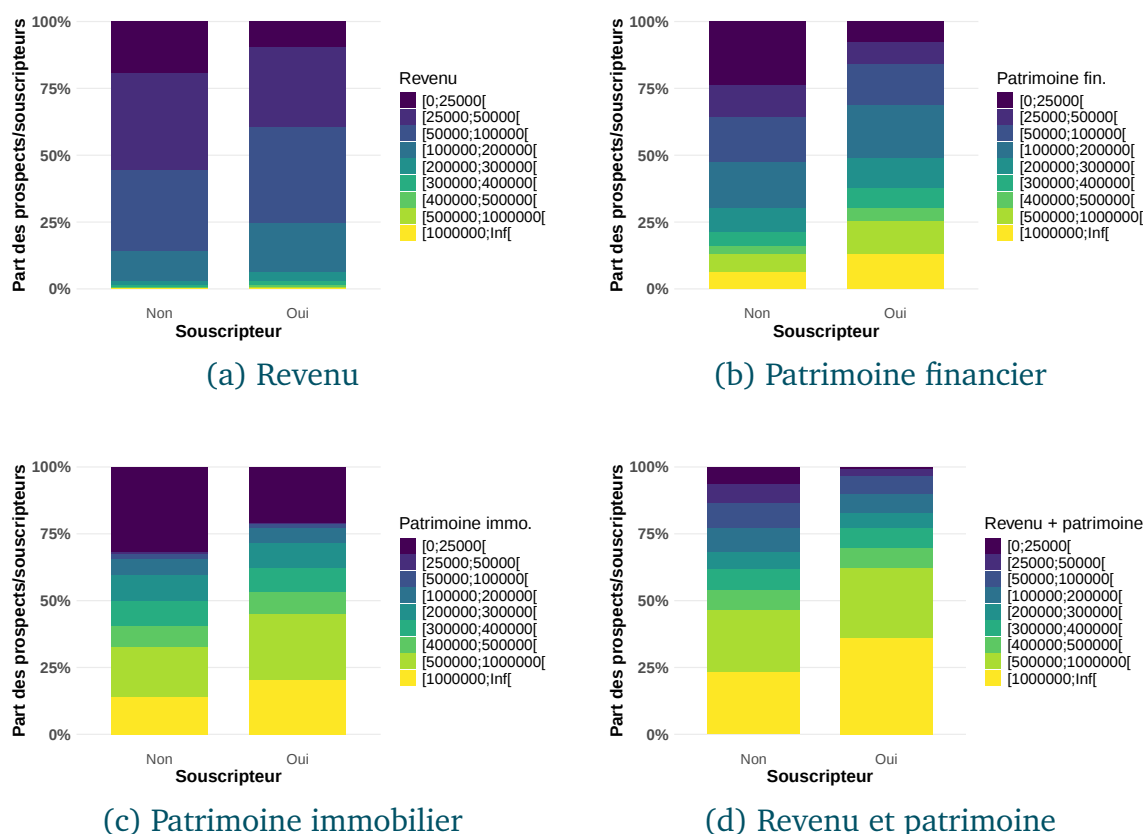
(b) Part de femmes parmi les individus



(c) Part d'individus ayant reçu au moins une alerte

NOTES : La figure 3.2 représente pour chaque fonds Bpifrance un ensemble de caractéristiques des souscripteurs (en bleu) et des prospects (en gris). Le panel (a) montre l'âge moyen des individus. Le panel (b) montre la part de femmes parmi les individus. Le panel (c) montre la part d'individus ayant reçu au moins une alerte lors du remplissage du formulaire de souscription en ligne. Source : données de gestion Bpifrance (à jour de décembre 2025).

FIGURE 3.3 – Distributions des prospects et souscripteurs selon leur niveau de revenu et patrimoine



NOTES : La figure 3.3 représente les distributions de revenu et patrimoine des prospects et des souscripteurs de l'ensemble des fonds Bpifrance. Les distributions des prospects n'incluent pas le fonds BE1 car les données ne sont pas disponibles. Panel (a) : le revenu est le revenu annuel net (en euros) reporté par les individus. Panel (b) : le patrimoine est le patrimoine financier (en euros) reportés par les individus. Panel (c) : le patrimoine est le patrimoine immobilier (en euros) reportés par les individus. La distribution des souscripteurs n'inclut pas le fonds BE1 car les données ne sont pas disponibles. Panel (d) : la distribution est celle de la somme du revenu, du patrimoine financier, et du patrimoine immobilier. Source : données de gestion Bpifrance (à jour de décembre 2025).

Une autre dimension importante à comparer entre les souscripteurs et les prospects est le revenu et le patrimoine. La figure 3.3 montre que les souscripteurs sont plus riches que les prospects en revenu, en patrimoine financier, en patrimoine immobilier ainsi qu'en capital total. Cette dernière dimension est sans doute un des facteurs majeurs de la décision finale d'investir ou non dans un fonds Bpifrance.

3.2 Analyses empiriques

La section précédente a mis en lumière les différences des variables observables entre les souscripteurs et les *prospects*. Cette section cherche à aller plus précisément dans l'étude des déterminants de l'investissement dans le fonds Bpifrance. La première analyse utilise les méthodes de régressions linéaire pour quantifier les effets de chaque variables ainsi que le niveau de significativité de l'association statistique.

L'utilisation de méthodes de *machine learning* (lasso et forêts aléatoires) permet quant à elle de laisser les données sélectionner les variables les plus importantes (et de s'abstraire, notamment, du problème de quasi-collinéarité des variables entre elles).

Malgré l'utilisation de telles méthodes statistiques, l'objectif n'est pas l'obtention de causalité mais simplement une description plus poussée des différences entre les deux groupes. En effet, le contexte non expérimental de la plateforme ne nous permet pas de conclure à de la causalité.

3.2.1 Régressions linéaires et logistiques

La table 3.2.1 présente les résultats de régressions (linéaire ou logistique). La variable dépendante est le fait d'être un souscripteur au fonds Bpifrance (tous les

fonds sont inclus dans la même régression). Chaque observation correspond à un formulaire rempli, certains individus peuvent apparaître plusieurs fois (soit car apparaissant dans plusieurs fonds, soit apparaissant en *prospects* et souscripteurs). Les variables sont soit dichotomiques (0/1), soit numériques (revenus, patrimoine financier, patrimoine immobilier, âge), auquel cas elles ont été standardisées (centrées et réduites). La première colonne correspond à la régression logistique, la seconde à la régression linéaire. Les deux premières colonnes contiennent exactement le même nombre de variables. La troisième colonne représente le résultat d'une régression linéaire où le patrimoine financier est inclus en décile (au lieu de la variable centrée réduite).

Les régressions en colonne 1 et 2 comportent 20 variables (présentes dans tous les fonds) et une constante. Pour des raisons de lisibilité toutes les variables ne sont pas reportées dans la table 3.2.1. La table 3.2.1 montre qu'une grande partie des variables sont significativement corrélées au fait d'être un souscripteur (au lieu d'un *prospect*) ce qui souligne l'importance des différences des deux populations. Ainsi le fait d'être souscripteur est positivement corrélé avec le revenu et le patrimoine financier mais non-corrélé avec le patrimoine immobilier. La corrélation avec la détention d'autres actifs (actions, assurance-vie...) est variable. Par exemple, le fonds apparaît comme substitut aux investissements dans les PEA-PME mais complémentaire à l'assurance-vie. On remarque également que le fait d'être souscripteur est négativement corrélé au fait d'avoir un besoin de liquidité ou encore de souhaiter des investissements de court terme (moins de 5 ans). Étonnamment, la souscription n'est pas négativement influencée par le fait d'avoir eu une alerte suite au questionnaire de connaissance financière ; au contraire la corrélation apparaît comme positive.

TABLEAU 3.1 – Résultats des régressions

	Logit (1)	OLS (2)	OLS (3)
Revenus	0.090*** (0.034)	0.019*** (0.007)	0.013* (0.007)
Patrimoine Fin	0.079** (0.036)	0.016** (0.007)	
Patrimoine Immob	-0.039 (0.038)	-0.008 (0.008)	-0.009 (0.008)
Age	0.101*** (0.033)	0.022*** (0.007)	0.009 (0.008)
Action	-0.139* (0.078)	-0.030* (0.017)	-0.038** (0.017)
Non-coté	0.487*** (0.062)	0.109*** (0.014)	0.101*** (0.014)
Ass-vie	0.380*** (0.070)	0.086*** (0.016)	0.067*** (0.016)
Obligation	0.260*** (0.070)	0.056*** (0.015)	0.053*** (0.015)
PEA-PME	-1.060*** (0.072)	-0.238*** (0.016)	-0.241*** (0.016)
Compte-titre	-0.721*** (0.075)	-0.158*** (0.016)	-0.155*** (0.016)
Horizon <5	-0.386*** (0.128)	-0.080*** (0.028)	-0.077*** (0.028)
Besoin liquid	-2.036*** (0.280)	-0.356*** (0.043)	-0.333*** (0.044)
Alertes	0.875*** (0.112)	0.186*** (0.024)	0.187*** (0.024)
Observations	5,877	5,877	5,877
R ²		0.107	0.113

Note : *p<0.1 ; **p<0.05 ; ***p<0.01

3.2.2 Méthodes de *machine learning*

Afin de restreindre le nombre de variables ainsi que d'évaluer la robustesse des relations statistiques précédemment identifiées, nous faisons appel à des outils de *machine learning*.

Nous utilisons deux méthodes différentes, la première est la méthode appelée LASSO (Tibshirani, 1996) qui correspond à une méthode de régression avec pénalisation, la seconde est la méthode de forêt aléatoire (Breiman, 2001). La méthode LASSO permet de faire varier la pénalisation et de regarder les variables qui restent le plus longtemps corrélées avec la variable dépendante. La méthode de régression par forêt aléatoire permet de quantifier l'importance de chaque variable dans la maximisation des écarts entre groupes.

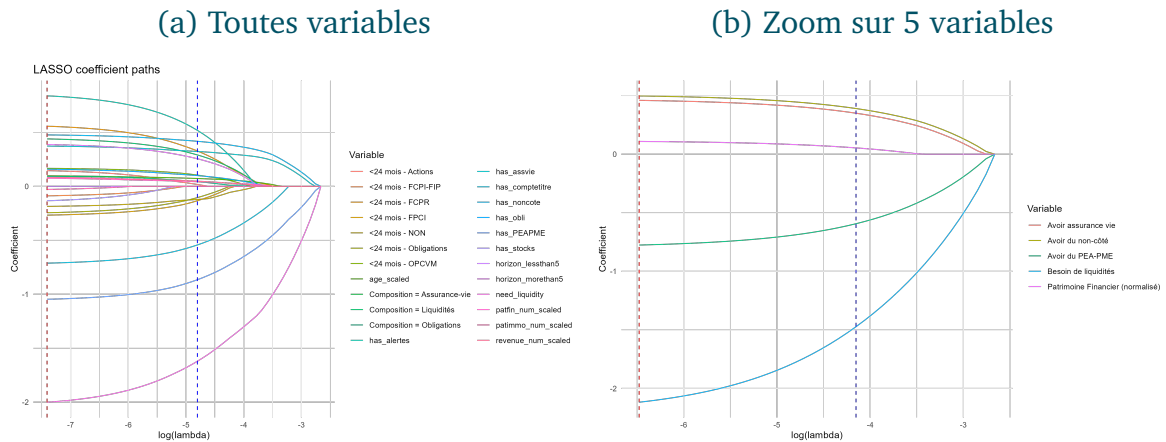
Les deux méthodes convergent pour souligner l'importance de cinq variables en particulier : le patrimoine financier, le besoin en liquidité ainsi que la détention d'assurance-vie, de non-coté et de PEA-PME. Ce sont à la fois les variables qui résistent le plus longtemps à l'augmentation de la pénalité dans le LASSO mais également les variables les plus utilisées par la méthode de forêts aléatoires pour séparer les branches.

La figure 3.4 présente la trajectoire des coefficients des estimations LASSO en variant le niveau de pénalisation. Plus la pénalisation augmente, plus les coefficients des variables tendent vers 0. Les variables qui résistent le plus longtemps sont les cinq précités (à part le patrimoine financier qui n'arrive que 8ème). Cependant, il est important de noter que l'intégralité des variables survit à la pénalité optimale estimée par *cross-validation* ainsi qu'à un terme de pénalité situé un écart-type d'erreur au-dessus de cette pénalité optimale.

La figure 3.5 montre l'importance de toutes les variables dans l'algorithme de forêts aléatoires². La façon dont l'importance est calculée est une fonction du nombre

2. Obtenue par l'utilisation du package grf de Wager et Athey (2018).

FIGURE 3.4 – Lasso



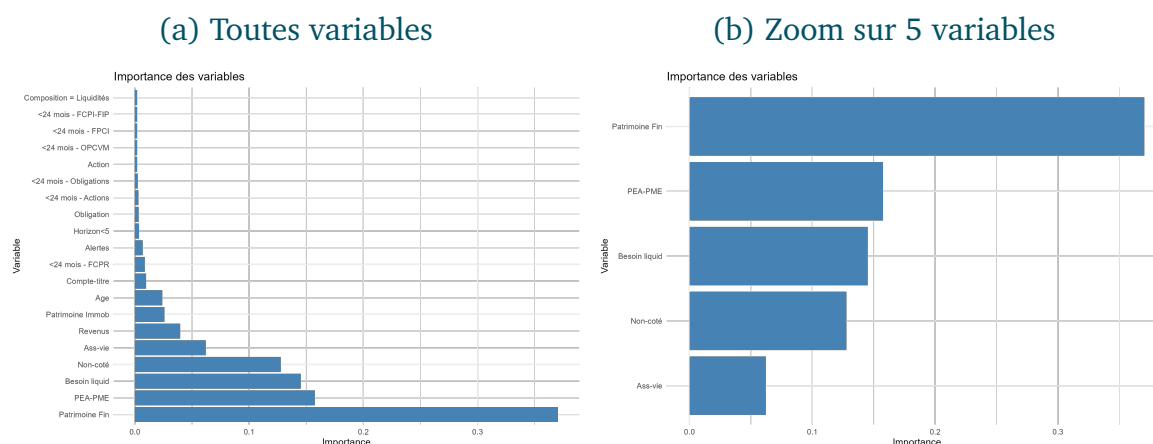
NOTES : Le graphique représente l'évolution des coefficients de régressions de LASSO en fonction du niveau de la pénalité. A gauche, les régressions comportaient l'ensemble des variables tandis qu'à droite seules cinq variables ont été conservées.

de fois que la variable est utilisée pour séparer en branches l'arbre. Ainsi, le plus la variable est utilisée, le plus elle est utile à expliquer la variable dépendante.

En annexe (figure A.37) nous montrons un exemple (simplifié) d'arbre généré par l'algorithme. La forêt vient partager l'échantillon en branches en séparant selon une valeur d'une variable dans le but de maximiser les différences. Cette méthode est donc totalement non-linéaire et permet plus de flexibilité pour les variables non-dichotomiques que les modèles linéaires classiques.

La variable la plus importante dans l'algorithme est sans ambiguïté le patrimoine financier. Viennent ensuite les quatre variables qui ressortaient fortement avec la procédure du LASSO : le besoin en liquidité et la détention de PEA-PME, de non-coté et d'assurance-vie. Autrement dit, au sein de la population particulièrement sélectionnée que sont ceux qui sont allés sur la plateforme Bpifrance, c'est finalement encore le patrimoine financier qui est le plus grand déterminant de la participation.

FIGURE 3.5 – Forêt aléatoire

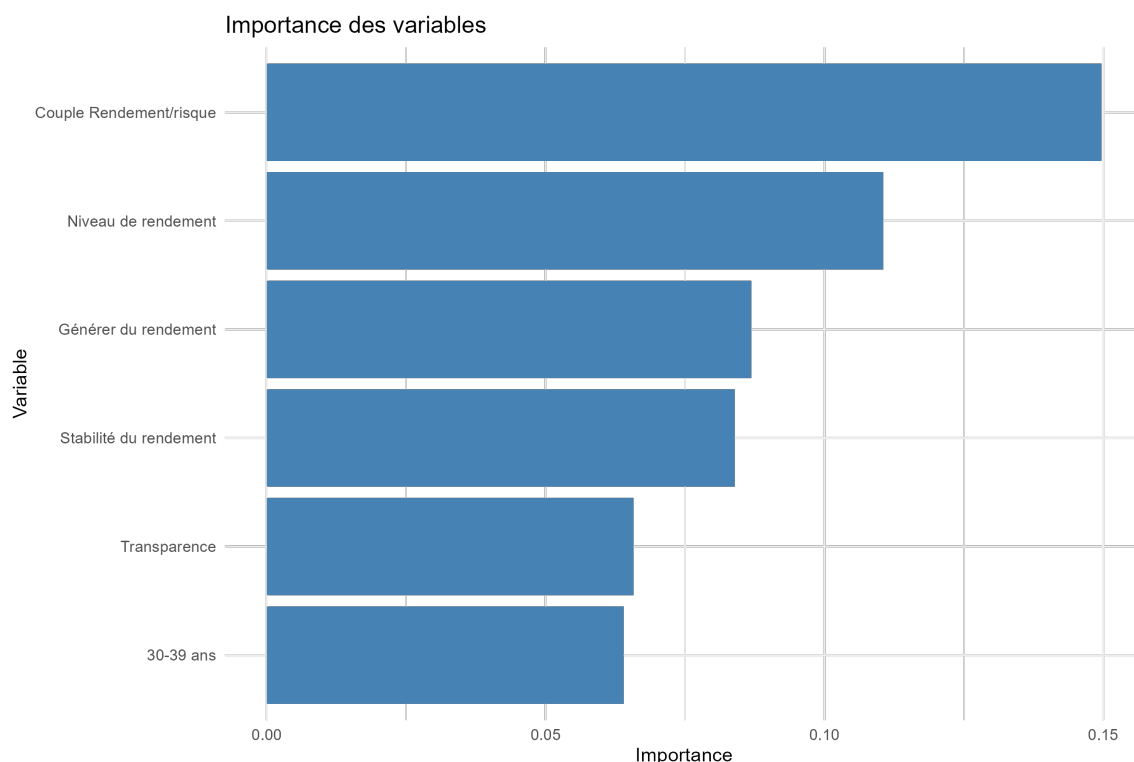


3.3 Analyse empirique sur le baromètre Opinion-way

L’analyse précédente visait à comprendre les différences entre les souscripteurs réels et les *prospects* (au courant du fonds mais n’ayant pas investi) en fonction de leur caractéristiques observables. Cet exercice a donc permis de comprendre en quoi ces deux populations différaient, mais n’explique pas totalement pourquoi certains épargnants ont choisi d’investir et d’autres n’ont pas voulu (ou n’ont pas pu). Il est également possible que participants et non-participants aux fonds bpi ne diffèrent pas tellement sur les variables observables, et notamment donc sur la richesse, mais plutôt sur d’autres dimensions comme la connaissance financière, les goûts, l’appétence pour le risque. Même si certaines variables utilisées dans la section précédente permettaient d’approximer certaines de ces dimensions, nous exploitons dans cette section les données de sondages qui comportent un plus grand nombre de questions et qui s’adressent à une population plus large (pas seulement ceux qui ont commencé une procédure d’investissement sur la plateforme Bpifrance).

Nous utilisons la question “Seriez-vous prêt à *investir* en capital investissement (ou *private equity*) ?” comme variable dépendante en séparant les “oui” (“oui certainement” et “oui probablement”) des “non”. Nous exploitons ensuite la réponse aux

FIGURE 3.6 – Forêt aléatoire



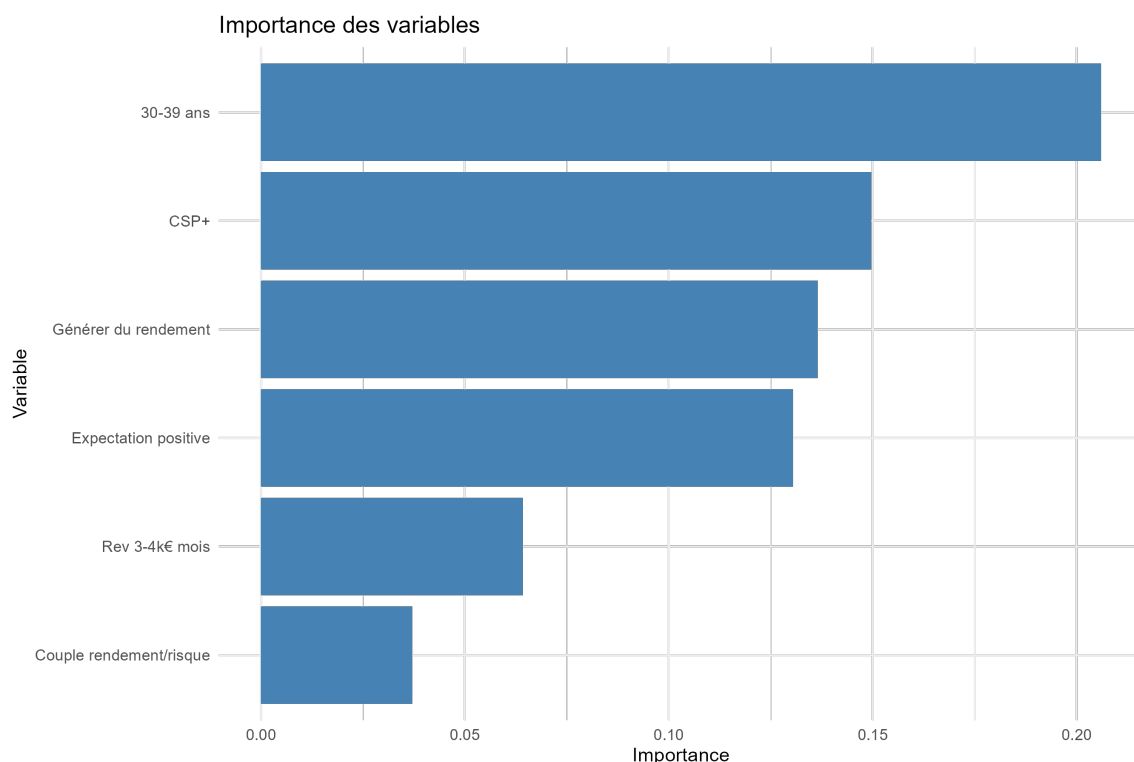
NOTES : Le graphique représente l'importance relative des six premières variables selon l'algorithme de forêts aléatoires. La variable dépendante est le fait d'être intéressé par le *private equity*.

questions en dichotomisant en “oui” ou “non” quand c'est possible et en utilisant les variables catégorielles (tranches de revenus, d'âge ou de patrimoine).

Nous utilisons la même méthode de forêt aléatoire sur ces données. La figure 3.6 montre les six variables les plus importantes selon l'algorithme. La première porte sur la volonté d'avoir un bon équilibre rendement/risque, ensuite arrivent les questions sur le niveau de rendement, le fait de générer du rendement, sa stabilité, la transparence de l'investissement et enfin la catégorie d'âge 30-39 ans. Ainsi ce qui ressort le plus souvent dans la volonté d'investir en capital-risque est la question de rendement. Selon les analyses en régression linéaire, les coefficients de corrélation associés à ces variables sont tous positifs. Les variables socio-démographiques semblent secondaires selon l'algorithme de forêt aléatoire, ce qui contraste avec les résultats obtenus dans la première partie de ce chapitre.

Cependant, si à la place de la volonté d'investissement, l'on utilise le fait d'avoir

FIGURE 3.7 – Forêt aléatoire



NOTES : Le graphique représente l'importance relative des six premières variables selon l'algorithme de forêts aléatoires. La variable dépendante est le fait d'avoir déjà investi dans le *private equity*.

déjà investi en capital investissement (ou *private equity*) comme variable dépendante, ce sont les variables socio-démographiques qui prennent plus d'importance comme le montre la figure 3.7, même s'il reste des éléments liés au rendement.

La différence entre ces deux résultats pourrait venir d'un biais de déclaration (parfois appelé en anglais *experimenter demand effects*) où l'individu (ou une partie des individus) cherchent à répondre non pas ce qui correspond à leur opinions mais à ce qu'ils pensent que les enquêteurs souhaitent entendre. Dans ce cas, il serait difficile de conclure sur ce qui détermine la participation au *private equity* : le rendement offert ou bien la capacité financière à prendre du risque.

Toutefois, la différence pourrait également s'interpréter comme suggérant un potentiel de démocratisation de ces fonds vers des individus issus de milieux plus divers socialement que la population investissant aujourd'hui dans le *private equity* mais tout de même intéressés par le rendement. Dans ce cas, l'information pourrait

jouer un grand rôle. On note en effet une très forte corrélation entre la volonté d'investir et le fait d'avoir investi ainsi qu'au fait de "savoir à qui s'adresser pour effectuer un tel investissement". Ces deux dernières variables ont été omises des analyses précédentes car justement trop corrélées avec la variable dépendante. Lorsque nous les ajoutons, elles deviennent, selon l'algorithme, les deux variables les plus importantes, ensuite seulement viennent les questions de rendement (voir le graphique A.38 en annexe).

La question de l'accès à l'information pourrait également expliquer pourquoi lorsque nous regardons la différence entre *prospects* et souscripteurs (donc entre personnes avec information), les dimensions qui ressortent ne sont pas les mêmes que celles que nous identifions lorsque nous exploitons le sondage (avec donc potentiellement des non-informés). En effet, on peut faire l'hypothèse que sur la plateforme Bpifrance, la plupart des participants sont particulièrement bien informés (ou tout du moins, mieux informés que la moyenne) sur le private equity.

Par ailleurs, même si à notre connaissance il n'existe pas aujourd'hui de littérature sur l'impact de l'information sur le non coté sur la participation, il existe une littérature importante sur le sujet de l'information sur les actions (Van Rooij et al., 2011; Barber et Odean, 2008). Or cette littérature témoigne d'un effet important de la connaissance des titres financiers sur la détention d'actions en général, et de certaines actions en particulier. Cette littérature, ainsi que les résultats que nous obtenons à l'aide du sondage Opinionway, témoignent donc de l'importance de l'exposition à des informations sur la classe du non coté si l'on veut développer cette classe d'actifs dans les portefeuilles des français.

CONCLUSION GÉNÉRALE

Ce rapport propose une analyse des effets de l'ouverture des fonds Bpifrance sur la démocratisation de l'investissement dans le non-coté parmi les épargnants français.

Il dessine plusieurs tendances. Tout d'abord, les participants aux fonds sur la plateforme ont des profils à la fois particulièrement aisés et jeunes par rapport au reste de la population. Cette combinaison correspond à une classe de la population friande d'investissements à la fois risqués, innovants, et exigeants en éducation financière.

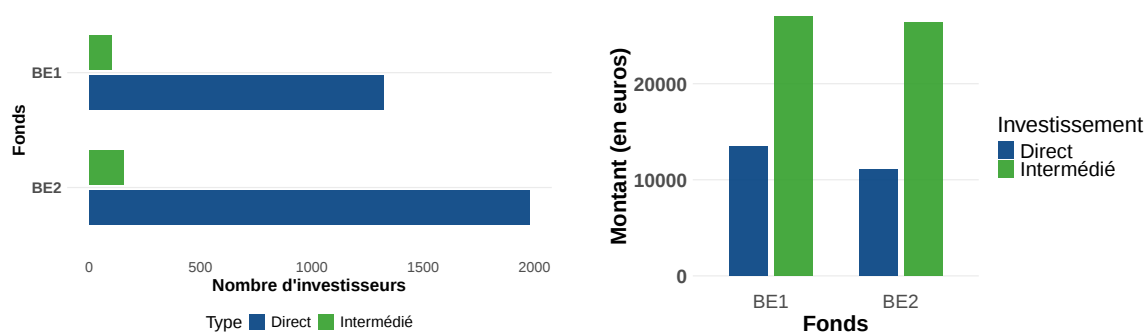
Conditionnellement à avoir l'information suffisante pour se rendre sur la plateforme Bpifrance, c'est le fait d'avoir une aisance financière élevée qui prédit le mieux la souscription aux fonds Bpifrance. Toutefois, sur ce point, la baisse des tickets minimum imposés par la plateforme au fur et à mesure du temps est associée avec une baisse des revenus et patrimoine moyen des investisseurs. Cette corrélation n'a certes pas de valeur causale en l'absence d'un dispositif expérimental ou quasi-expérimental, mais elle témoigne d'un moyen par lequel le frein financier peut être libéré.

L'analyse montre par ailleurs qu'au-delà d'éventuels freins financiers, c'est l'information sur le non coté qui est associée fortement à l'intérêt pour le non coté. Une question importante pour l'avenir est donc de savoir comment des initiatives, au sein et en dehors de Bpifrance, pourraient améliorer le niveau d'information sur ces placements de la population des épargnants.

ANNEXES

Annexe au chapitre 1

FIGURE A.8 – Souscripteurs directs et intermédiés dans BE1 et BE2

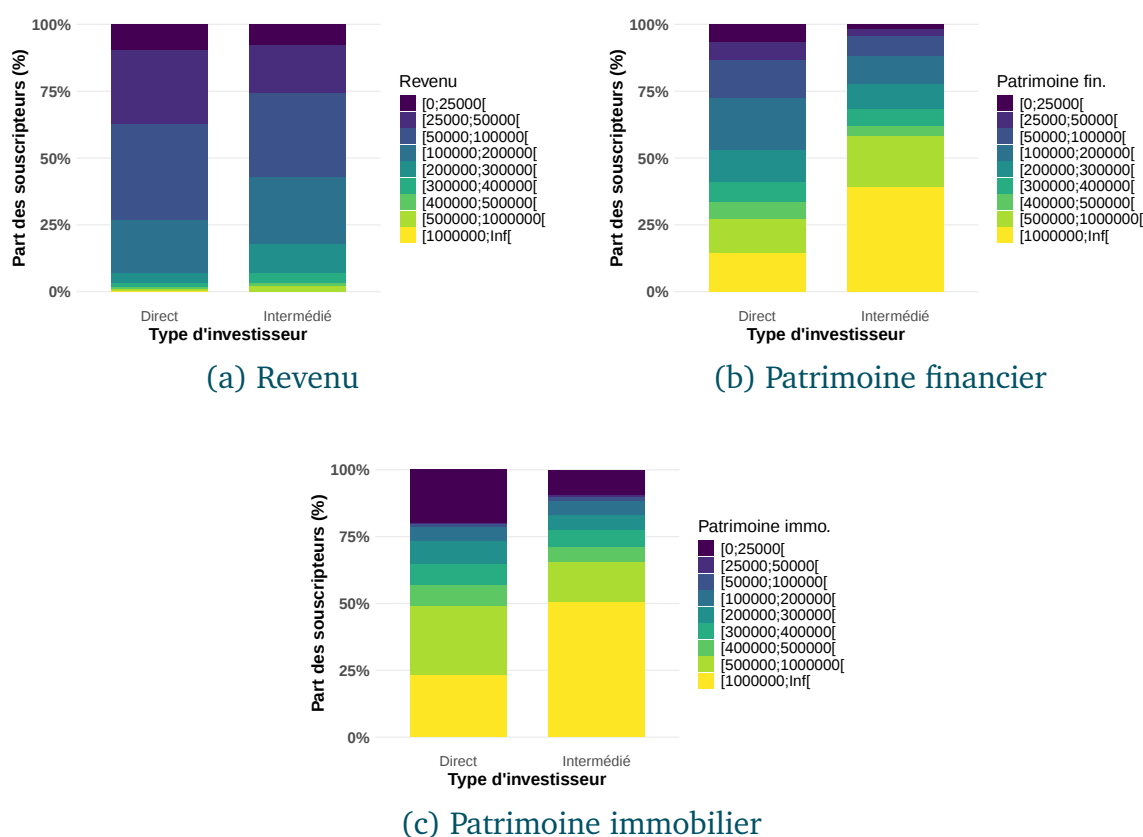


(a) Nombre de souscripteurs directs et intermédiés par fonds

(b) Montants moyens investis par type de souscripteur

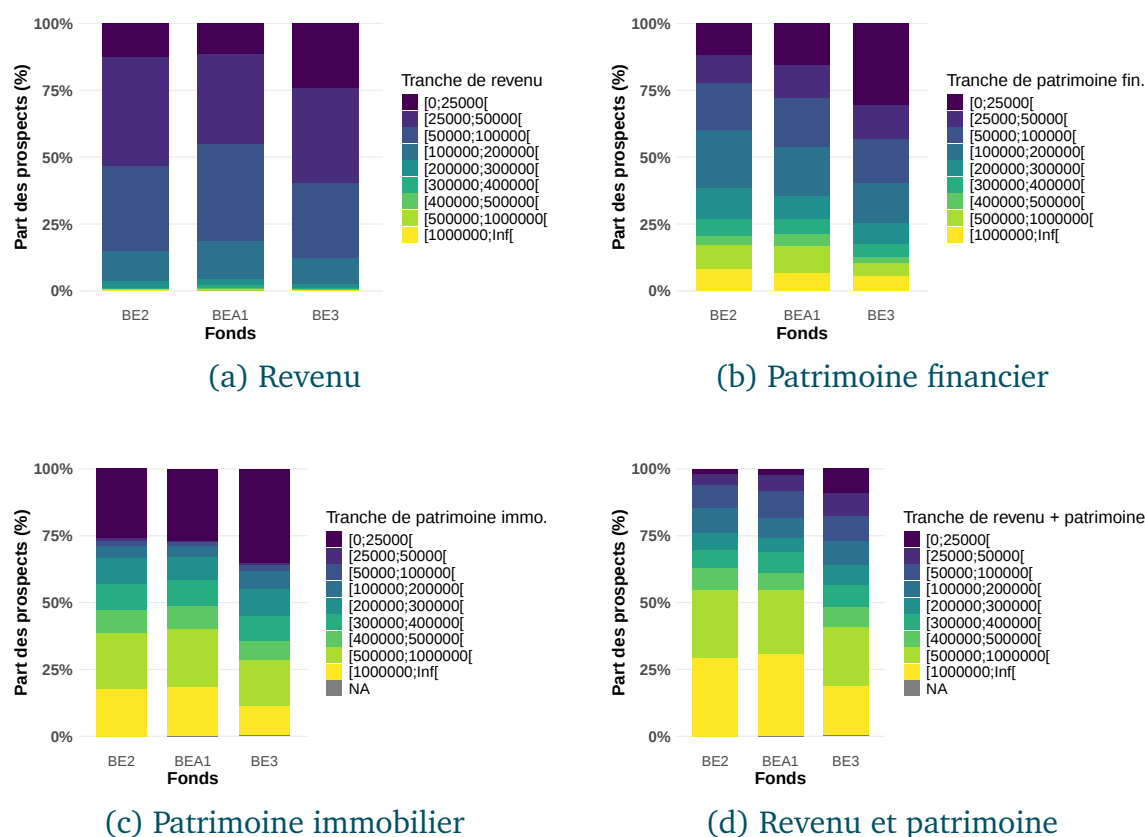
NOTES : Les figures A.8a et A.8b représentent respectivement le nombre de souscripteurs et le montant moyen investi par type de souscripteurs dans les fonds BE1 et BE2. Source : données de gestion Bpifrance (à jour de décembre 2025).

FIGURE A.9 – Comparaison des investisseurs directs et intermédiés selon le revenu, le patrimoine financier et le patrimoine immobilier



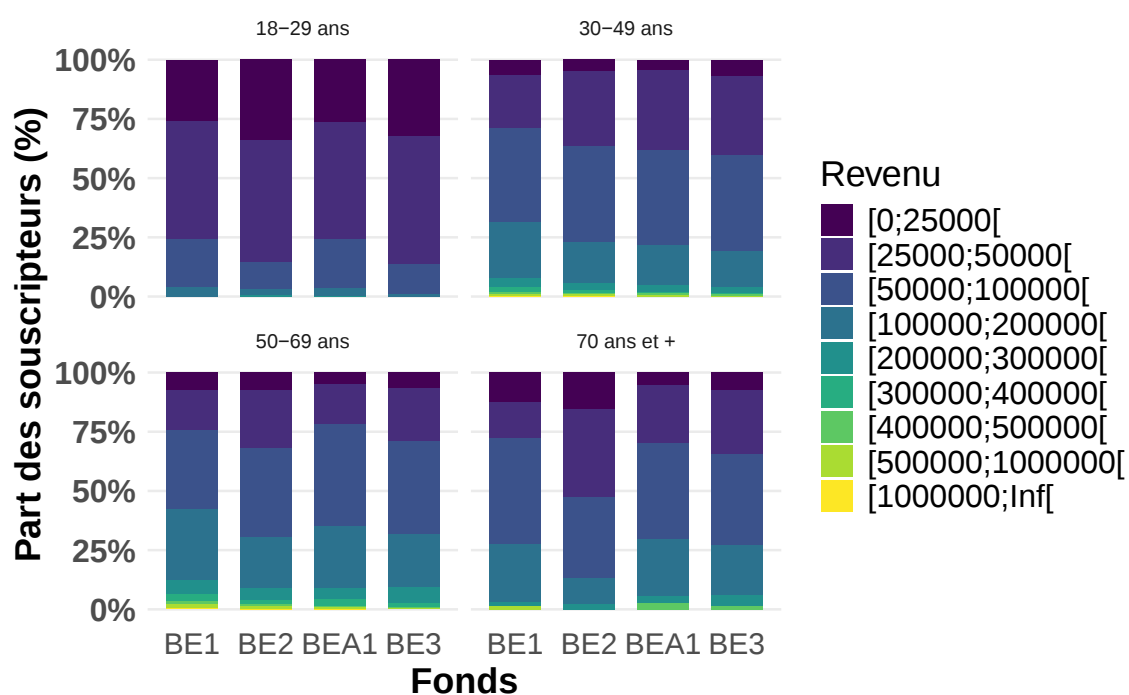
NOTES : La figure A.9 représente les distributions de revenu et patrimoine des souscripteurs pour les fonds BE1 et BE2. Panel (a) : le revenu est le revenu annuel net (en euros) reporté par les souscripteurs. Panel (b) : le patrimoine est le patrimoine financier (en euros reportés par les souscripteurs. Panel (c) : le patrimoine est le patrimoine immobilier (en euros) reportés par les souscripteurs. Source : données de gestion Bpifrance (à jour de décembre 2025).

FIGURE A.10 – Distributions des prospects selon leur niveau de revenu et patrimoine



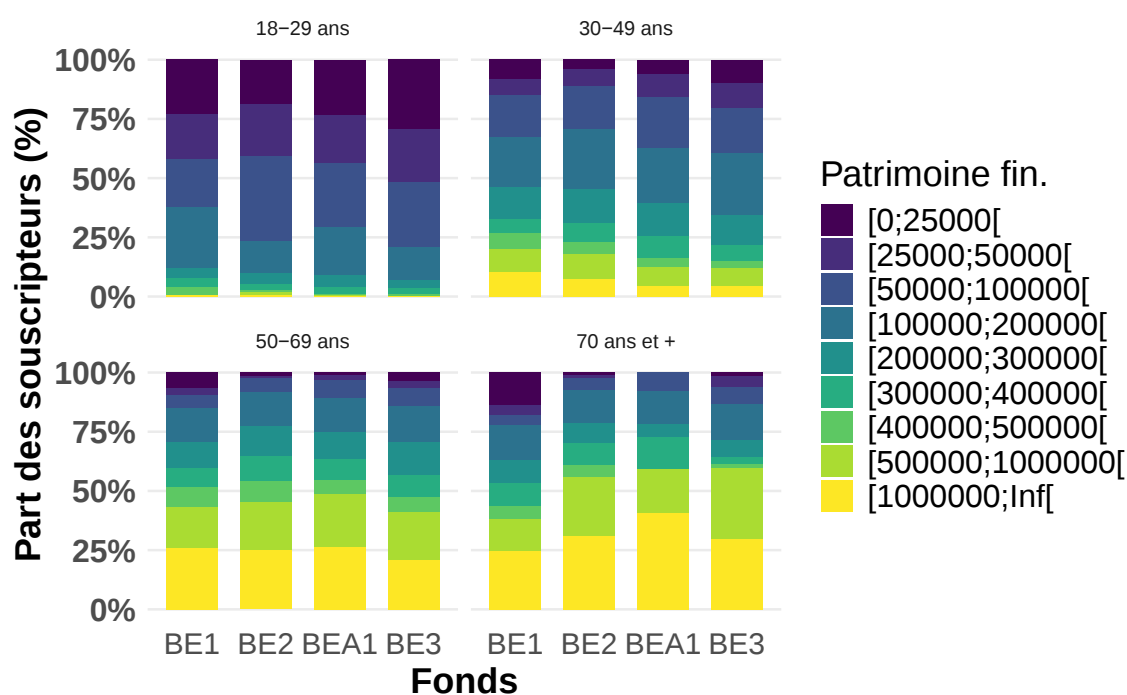
NOTES : La figure A.10 représente les distributions de revenu et patrimoine des prospects pour chaque fond. Les données ne sont pas disponibles pour le fonds BE1. Panel (a) : le revenu est le revenu annuel net (en euros) reporté par les souscripteurs. Panel (b) : le patrimoine est le patrimoine financier (en euros reportés par les souscripteurs). Panel (c) : le patrimoine est le patrimoine immobilier (en euros) reportés par les souscripteurs. Panel (d) : la distribution est celle de la somme du revenu, du patrimoine financier, et du patrimoine immobilier. Source : données de gestion Bpifrance (à jour de décembre 2025).

FIGURE A.11 – Distribution des souscripteurs selon le revenu, par catégorie d'âge



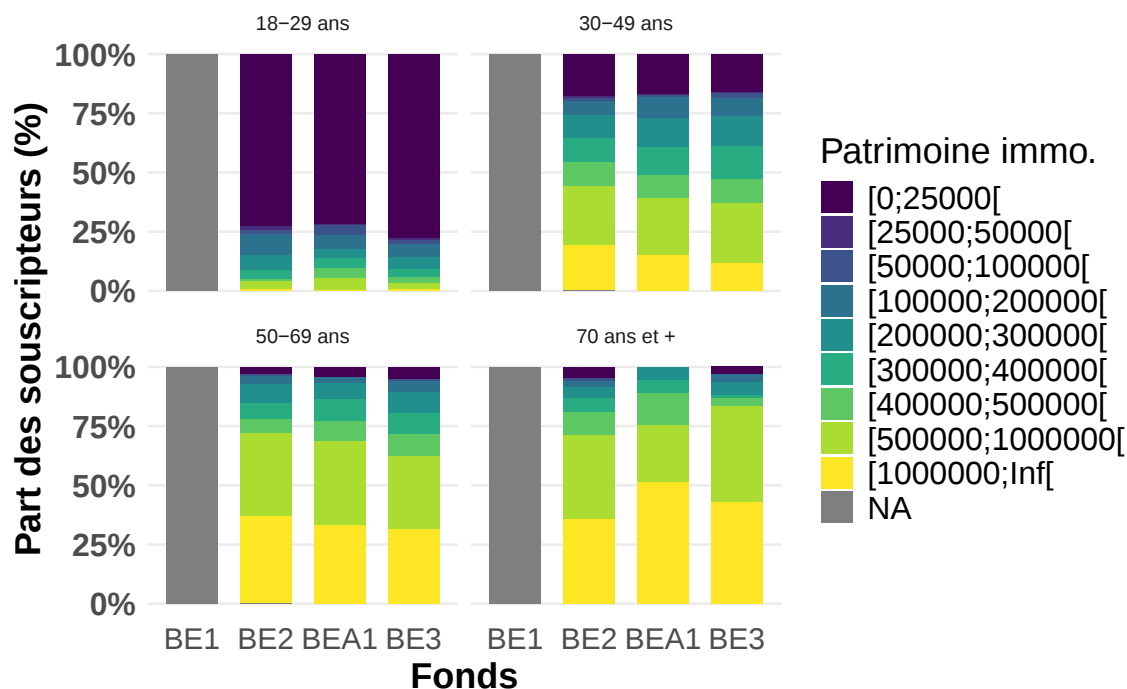
NOTES : La figure A.11 montre la distribution du revenu des souscripteurs directs, par catégorie d'âge. Source : données de gestion Bpifrance (à jour de décembre 2025).

FIGURE A.12 – Distribution des souscripteurs selon le patrimoine financier, par catégorie d'âge



NOTES : La figure A.12 montre la distribution du patrimoine financier des souscripteurs directs, par catégorie d'âge. Source : données de gestion Bpifrance (à jour de décembre 2025).

FIGURE A.13 – Distribution des souscripteurs selon le patrimoine immobilier, par catégorie d'âge



NOTES : La figure A.13 montre la distribution du patrimoine financier des souscripteurs directs, par catégorie d'âge. Les données ne sont pas disponibles pour le fonds BE1. Source : données de gestion Bpifrance (à jour de décembre 2025).

FIGURE A.14 – Distribution des revenus

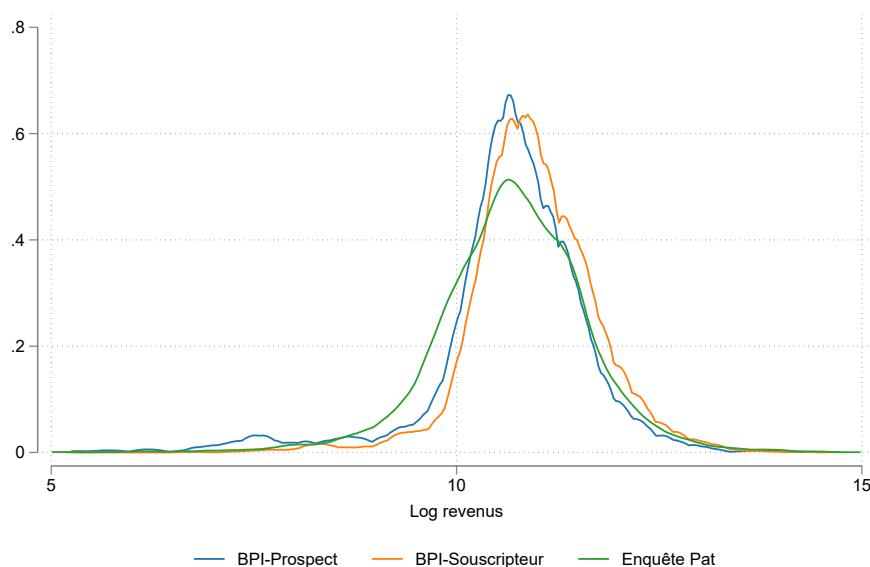


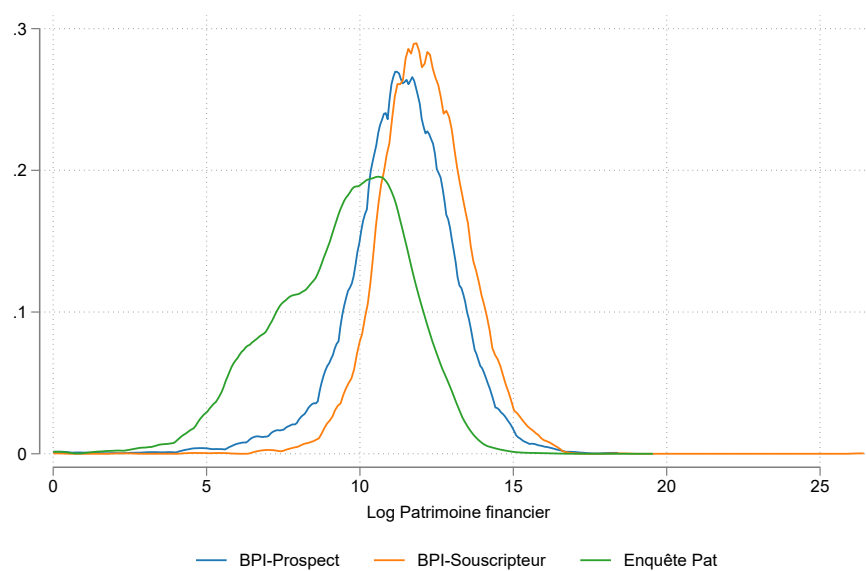
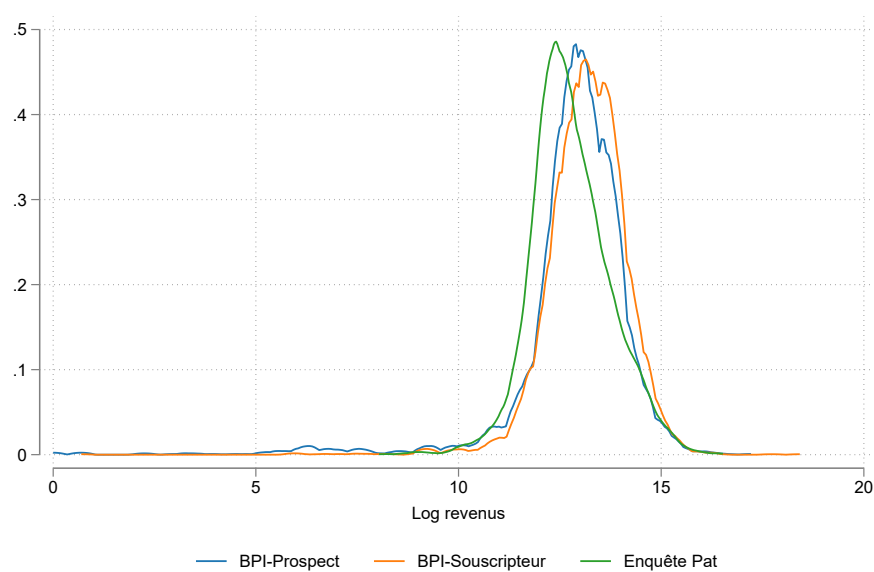
FIGURE A.15 – Distribution du patrimoine financier**FIGURE A.16 – Distribution du patrimoine immobilier**

FIGURE A.17 – Distribution de l'âge

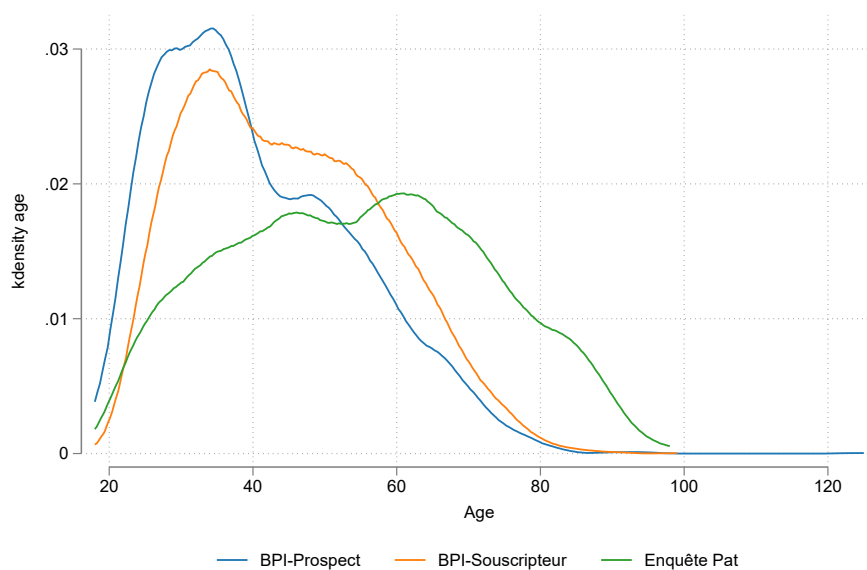
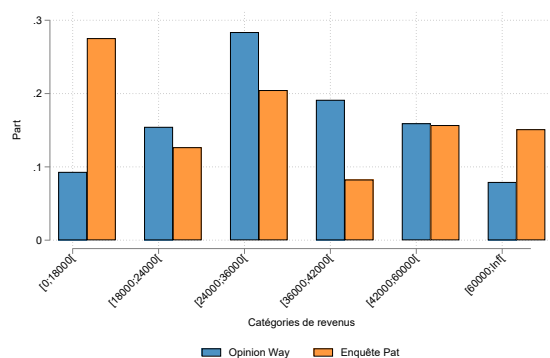
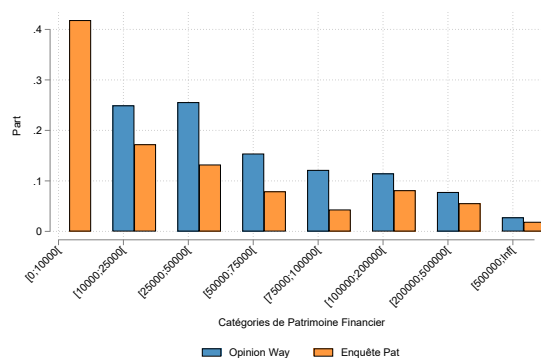


FIGURE A.18 – Comparaison du sondage au reste de la population

(a) Par catégorie de revenus



(b) Par patrimoine financier



(c) Par catégorie d'âge

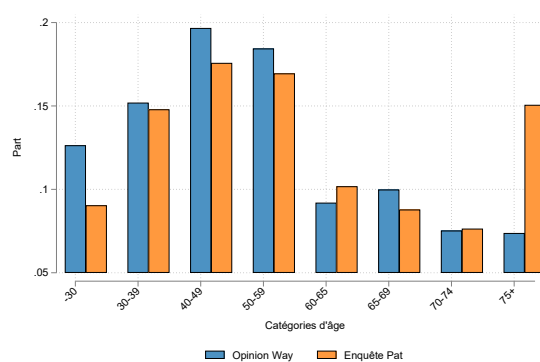


FIGURE A.19 – Comparaison du sondage au reste de la population détenteurs d'action



FIGURE A.20 – Comparaison du sondage au reste de la population détenteurs de non-coté

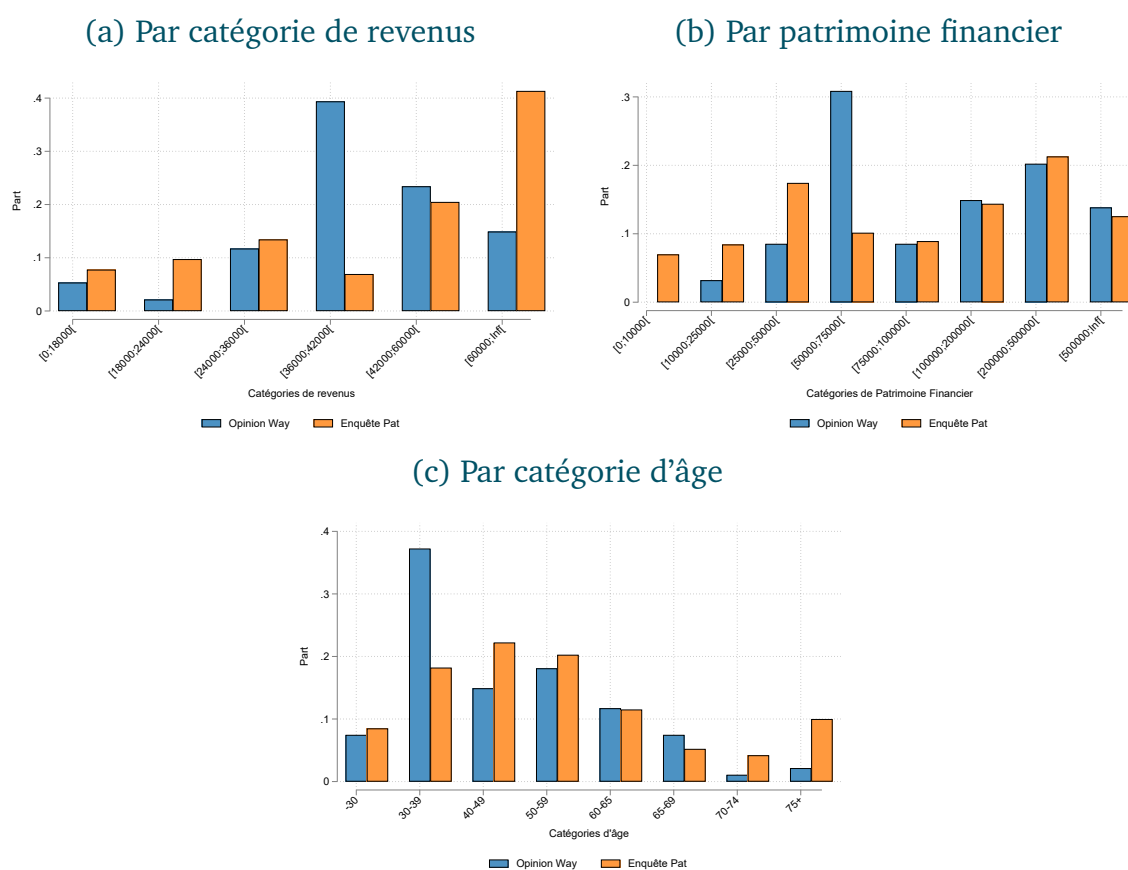
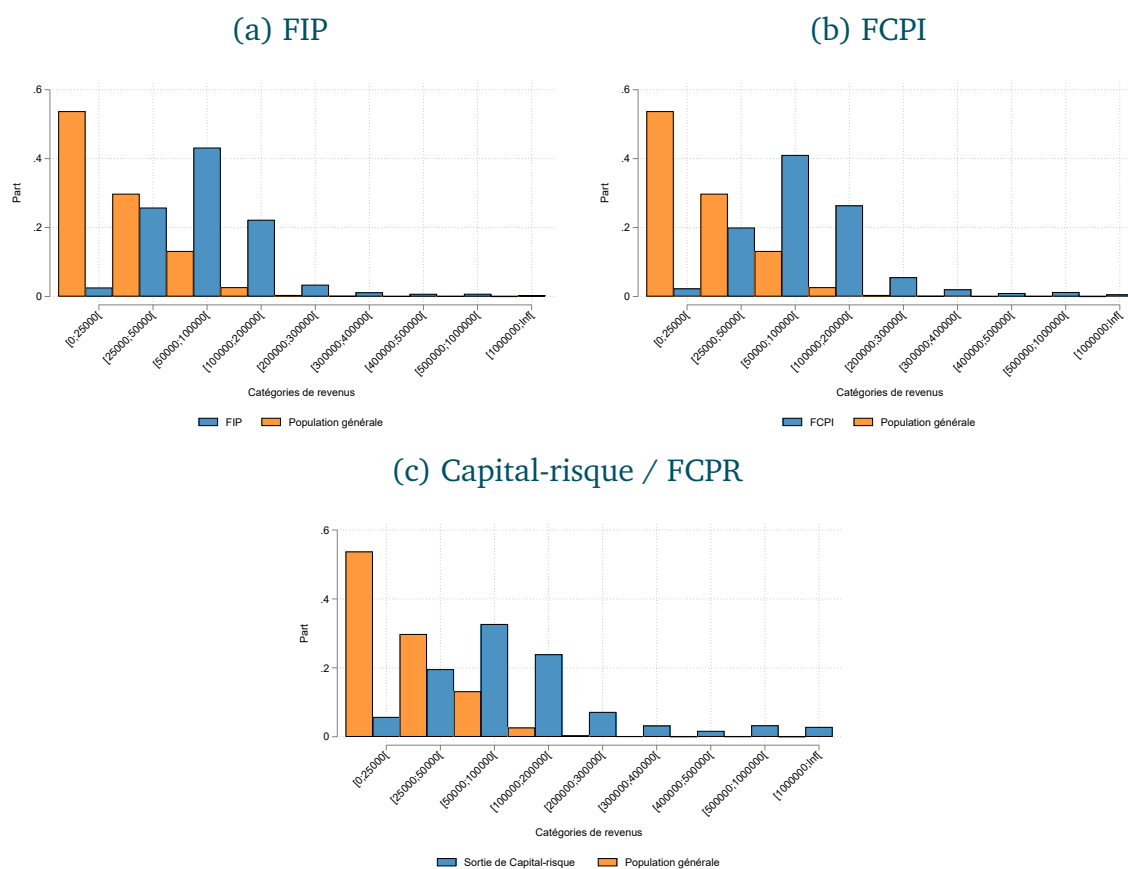


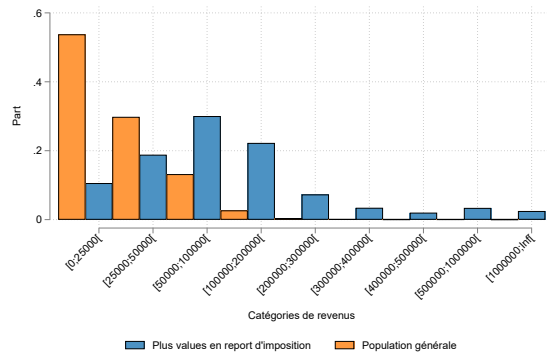
FIGURE A.21 – Distribution de revenu selon l'actif déclaré



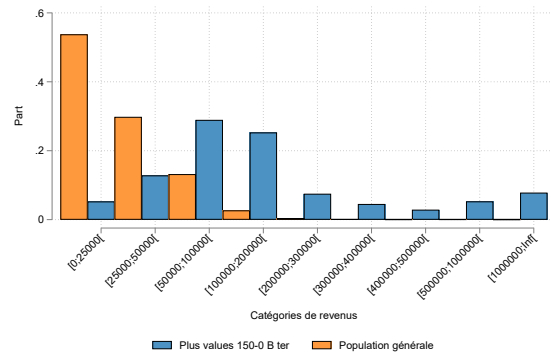
Annexe au chapitre 2

FIGURE A.22 – Distribution de revenu selon l'actif déclaré

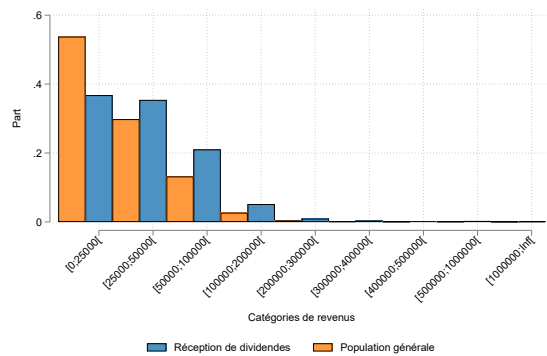
(a) Plus-values en report



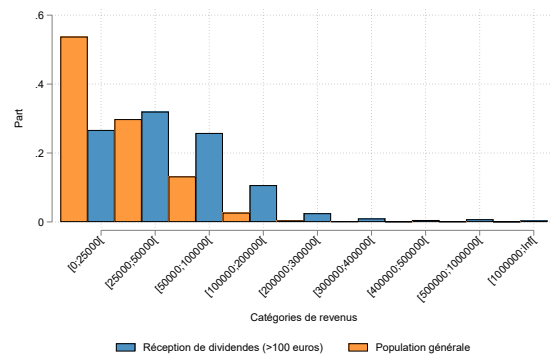
(b) Apport-cession



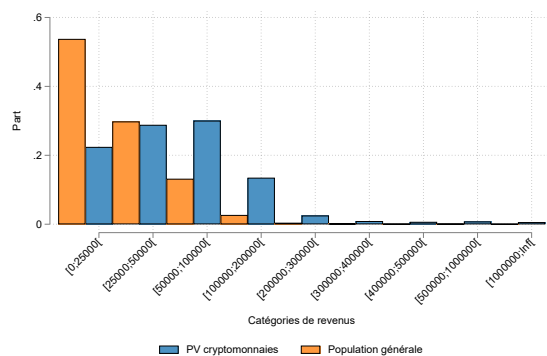
(c) Avec dividendes



(d) Avec dividendes > 100 €



(e) Avec PV cryptomonnaies



(f) Avec revenus crowdlending

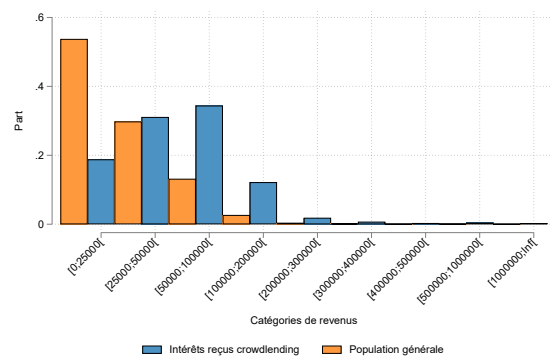


FIGURE A.23 – Distribution de l'âge selon l'actif déclaré

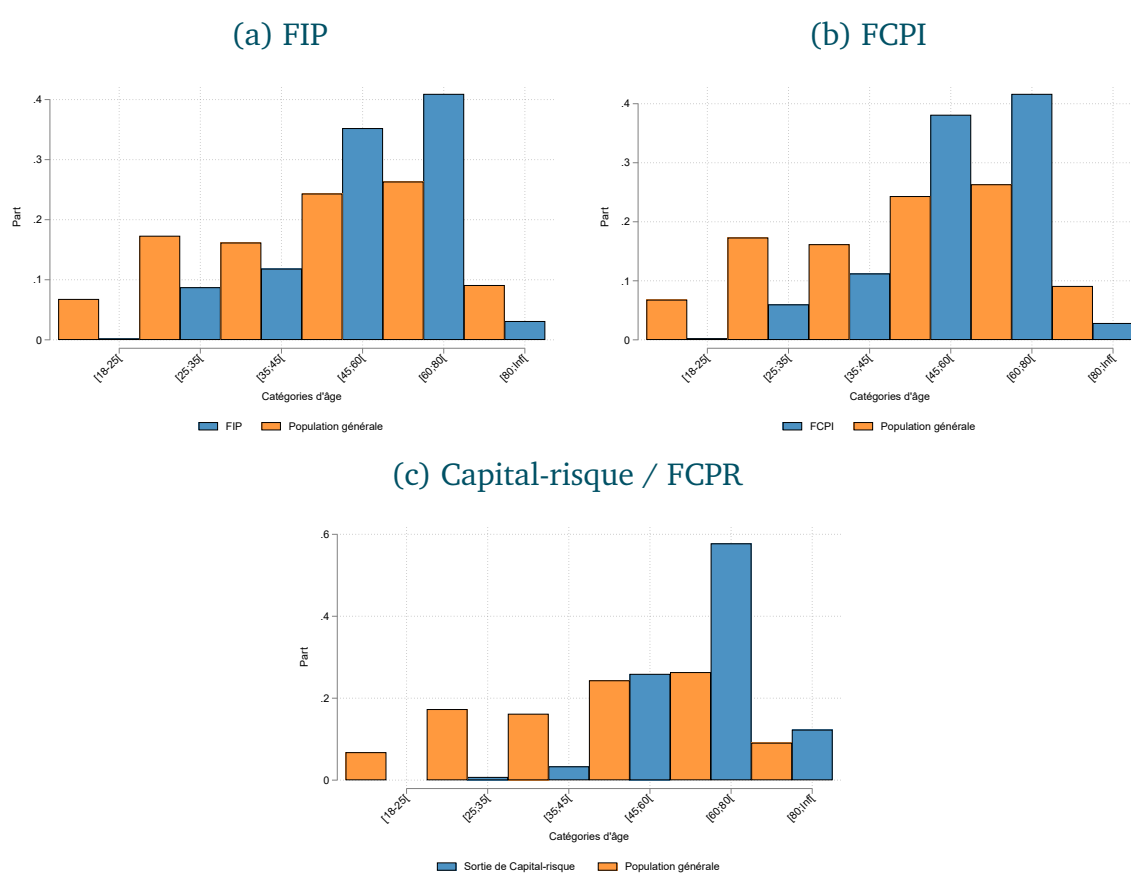


FIGURE A.24 – Distribution de l'âge selon l'actif déclaré

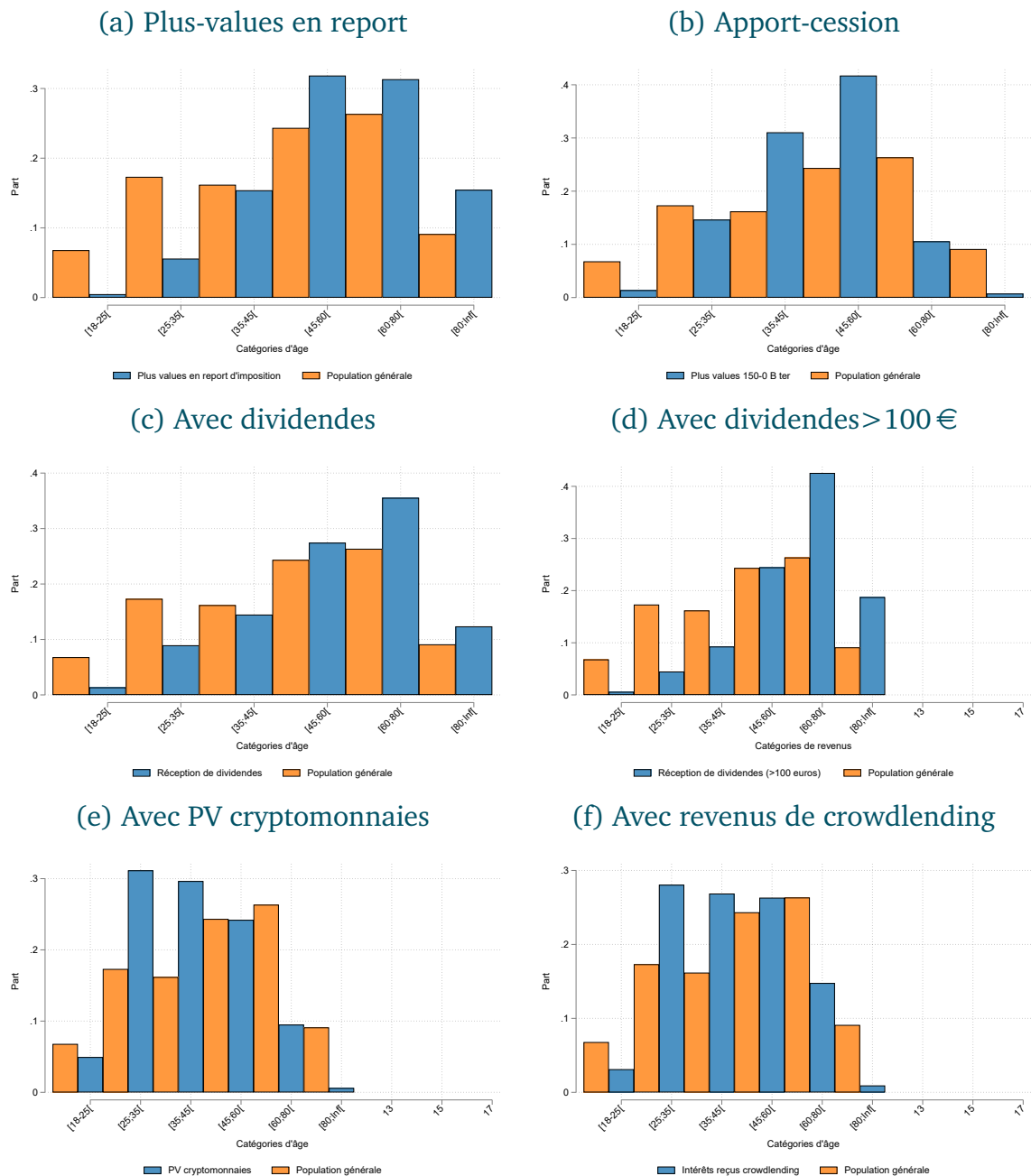
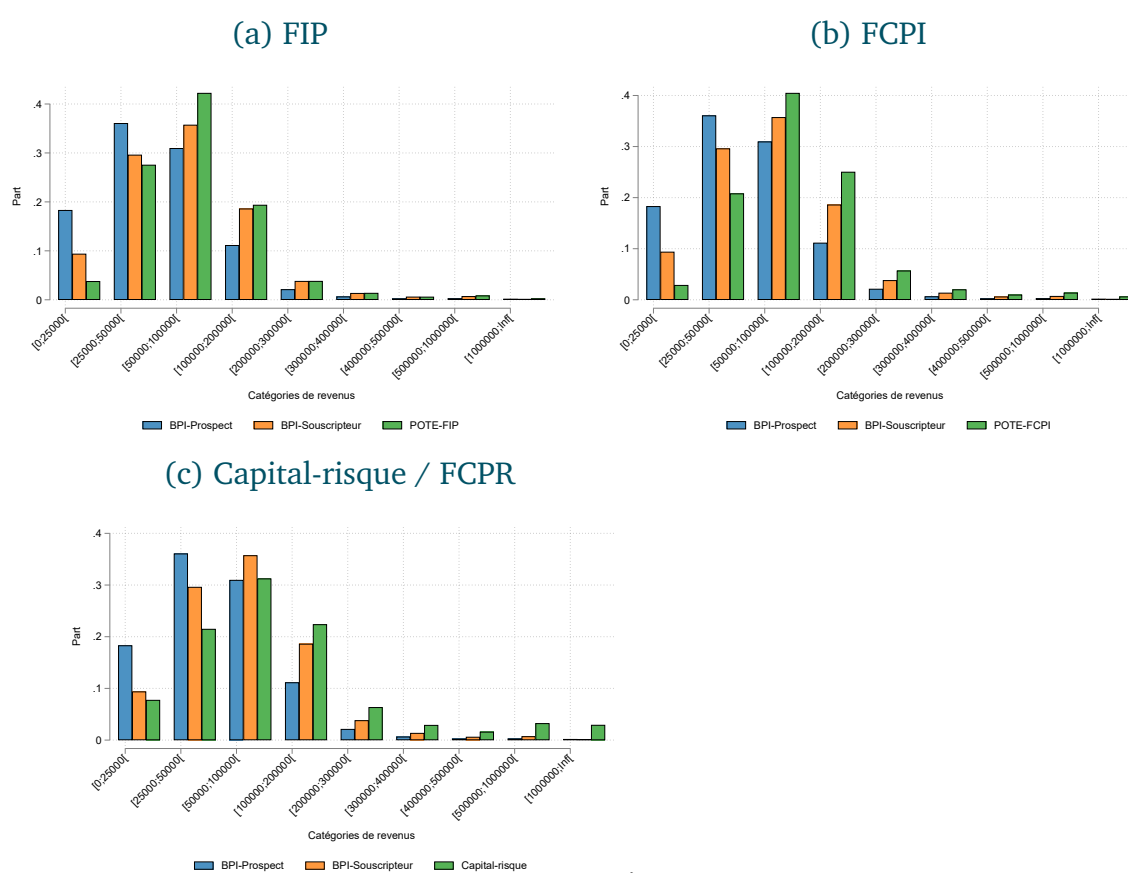
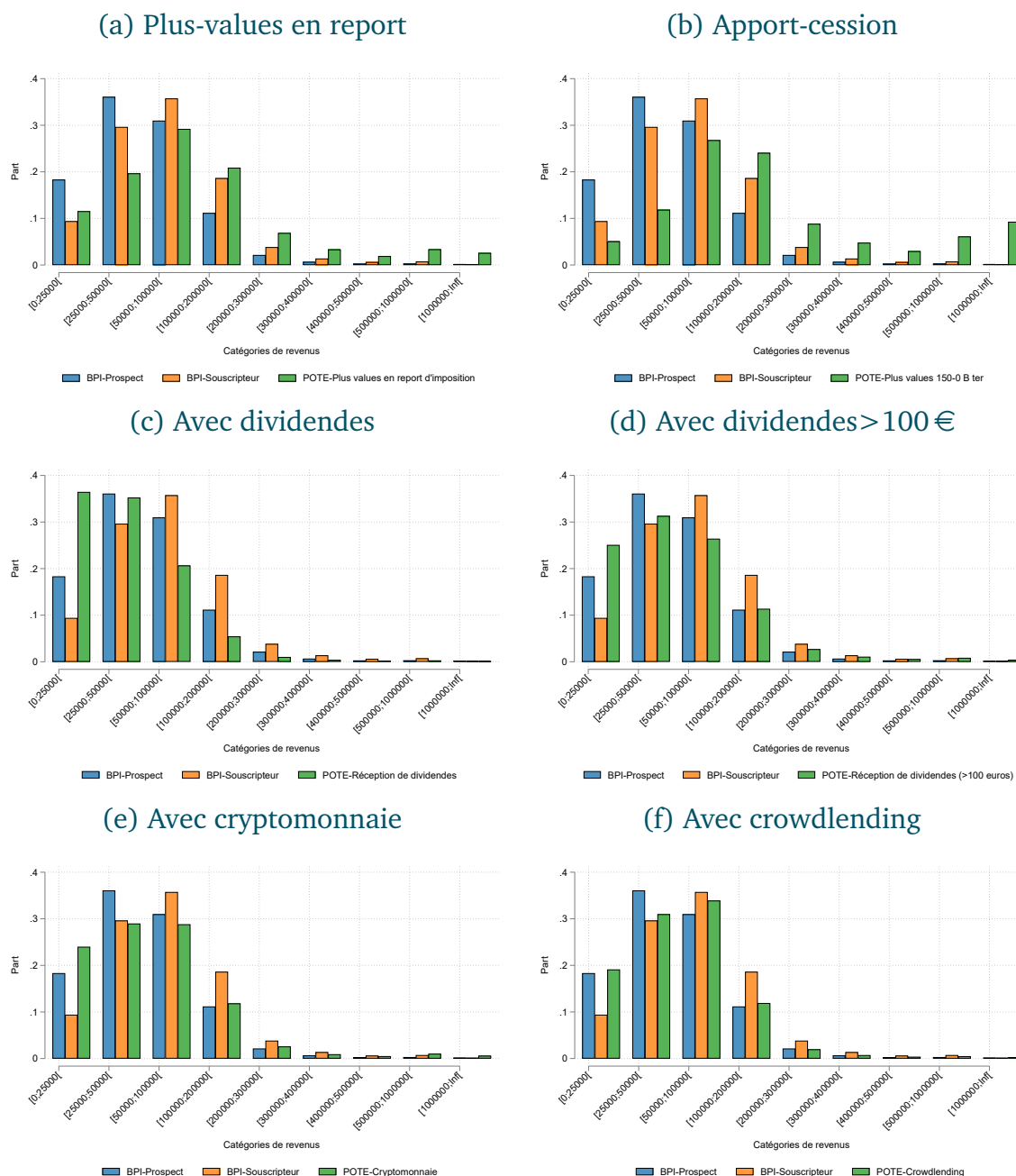


FIGURE A.25 – Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie de revenus (2022)



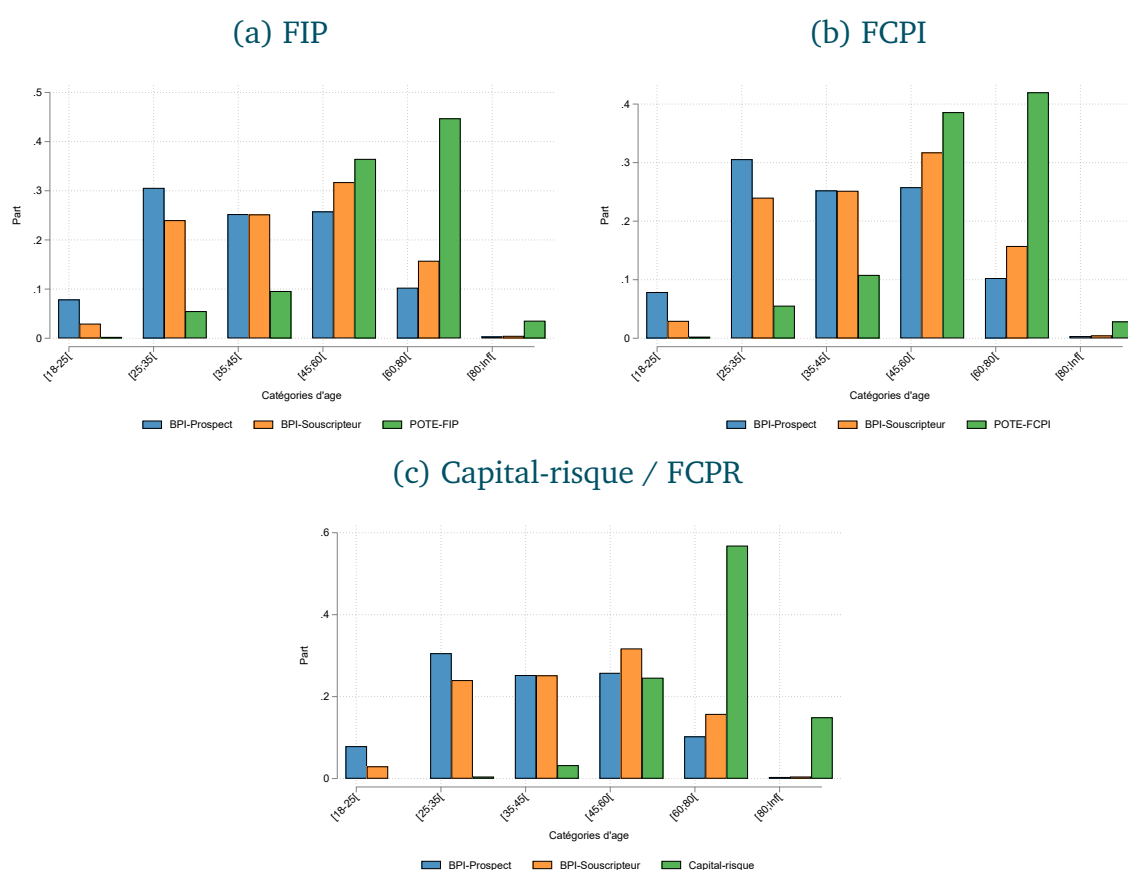
ingNOTES : Le graphique représente la distribution par revenus de tous les ménages des deux bases de données Bpifrance et de tous les ménages de la base de données POTE déclarant un actif ou un revenu du capital particulier en 2022.

FIGURE A.26 – Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie de revenus (2022)



NOTES : Le graphique représente la distribution par revenus de tous les ménages des deux bases de données Bpifrance et de tous les ménages de la base de données POTE déclarant un actif ou un revenu du capital particulier en 2022.

FIGURE A.27 – Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie d'âge (2022)



NOTES : Le graphique représente la distribution par âge de tous les ménages des deux bases de données Bpifrance et de tous les ménages de la base de données POTE déclarant un actif ou un revenu du capital particulier en 2022.

FIGURE A.28 – Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie d'âge (2022)

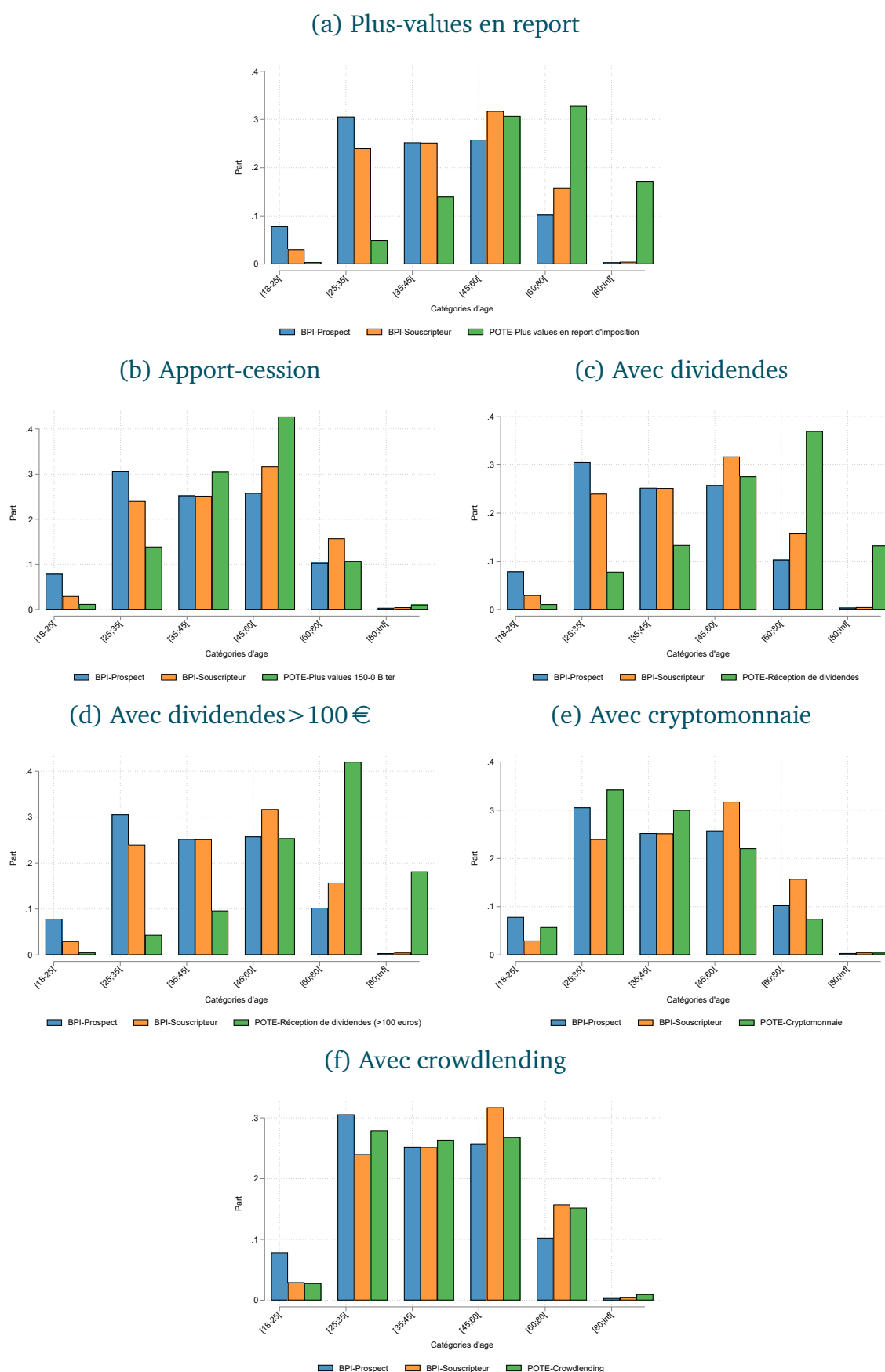
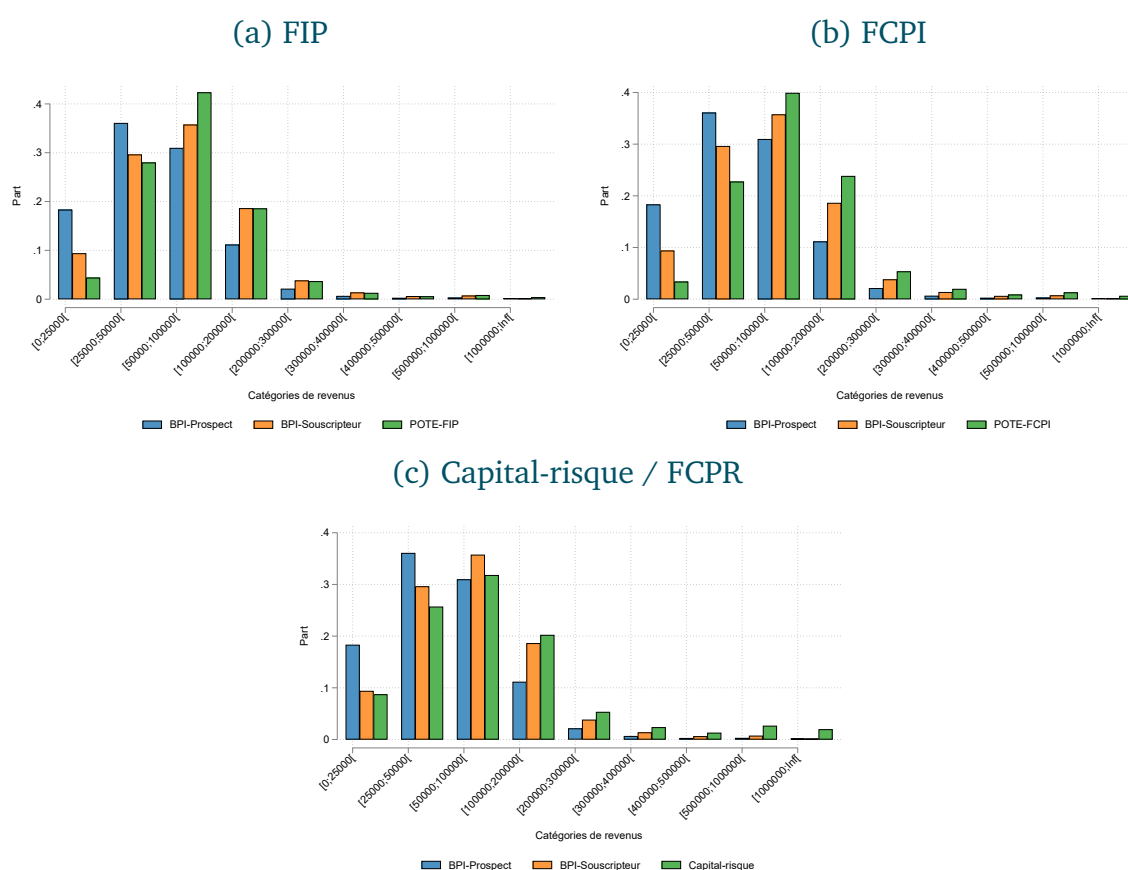
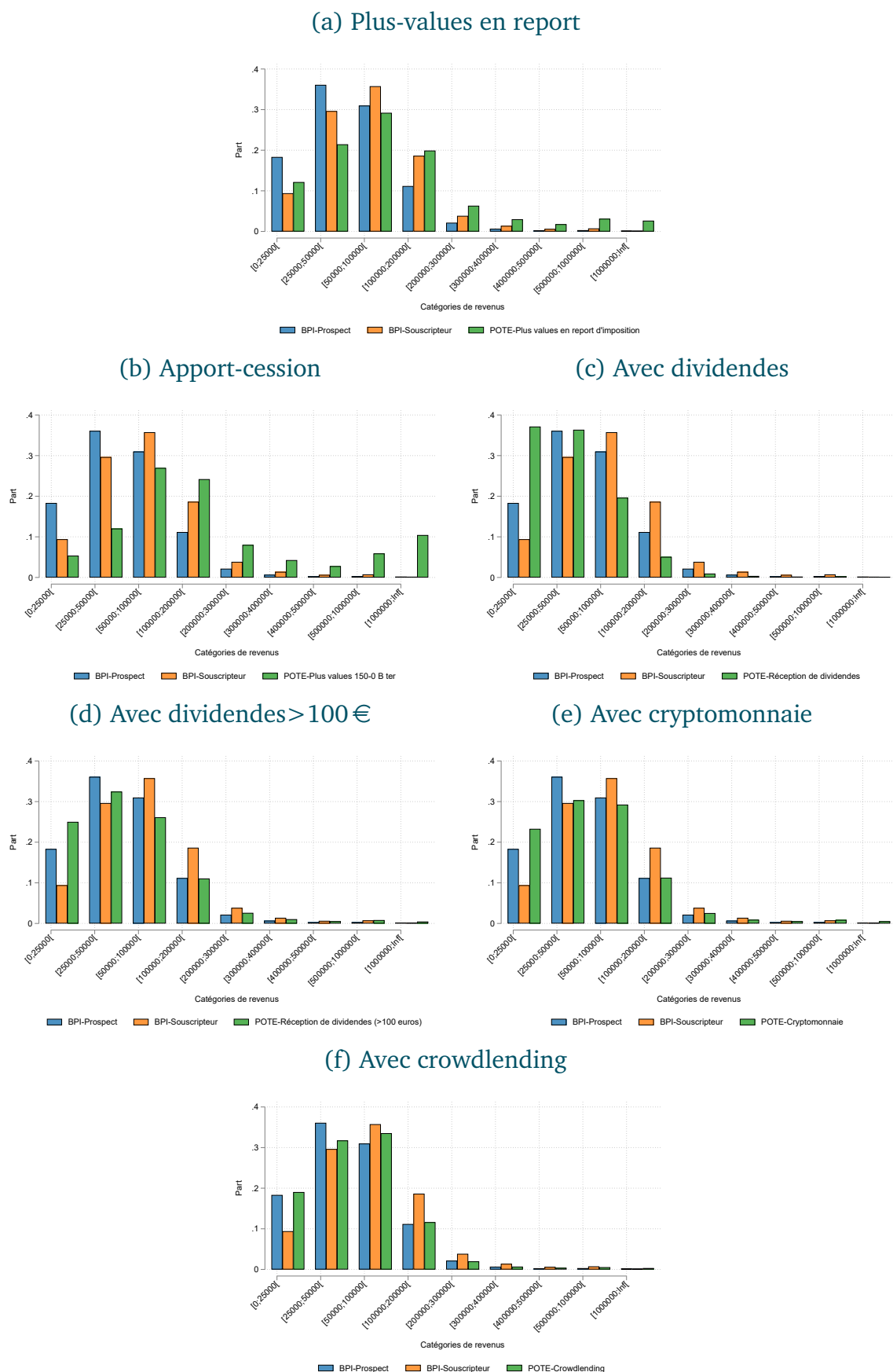


FIGURE A.29 – Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie de revenus (2021)



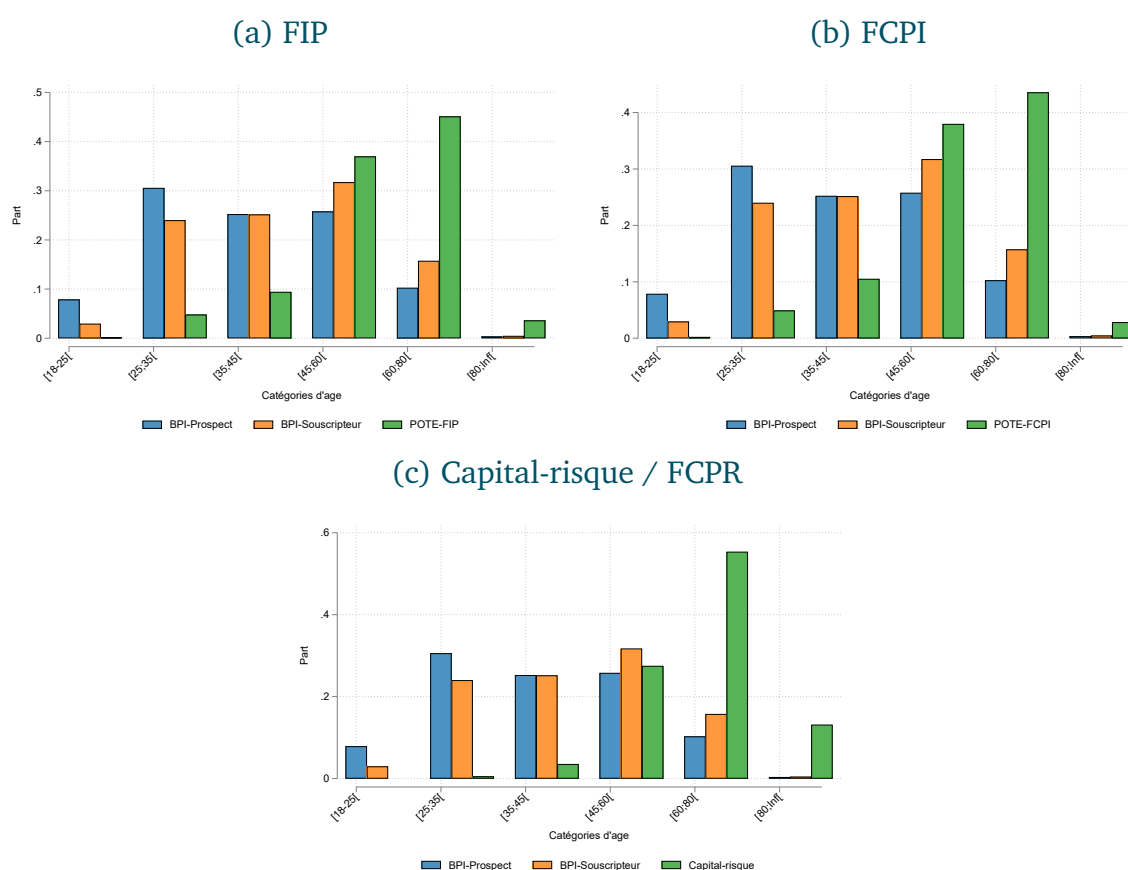
NOTES : Le graphique représente la distribution par revenus de tous les ménages des deux bases de données Bpifrance et de tous les ménages de la base de données POTE déclarant un actif ou un revenu du capital particulier en 2021.

FIGURE A.30 – Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie de revenus (2021)



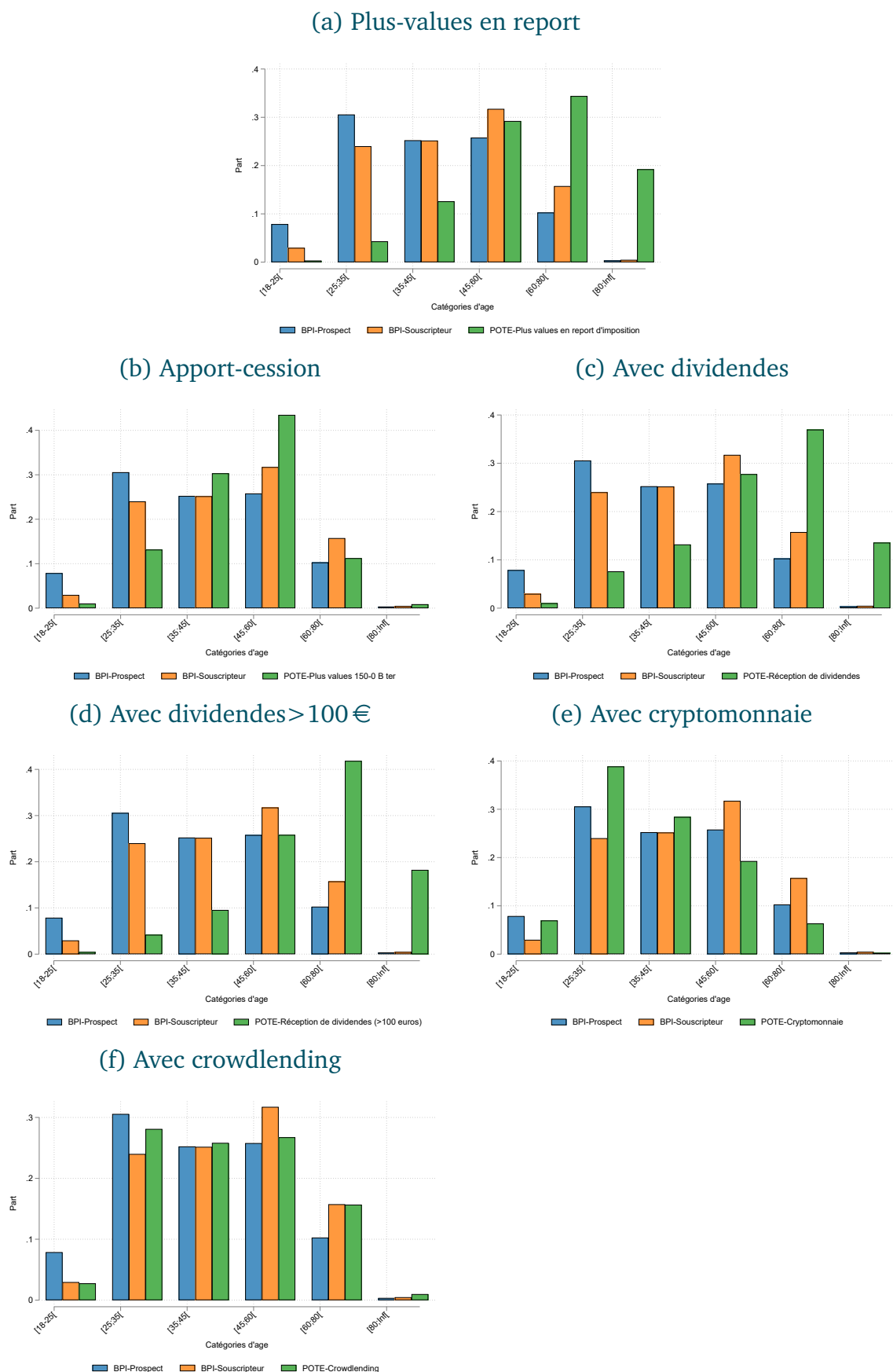
NOTES : Le graphique représente la distribution par revenus de tous les ménages des deux bases de données Bpifrance et de tous les ménages de la base de données POTE déclarant un actif ou un revenu du capital particulier en 2021.

FIGURE A.31 – Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie d'âge (2021)



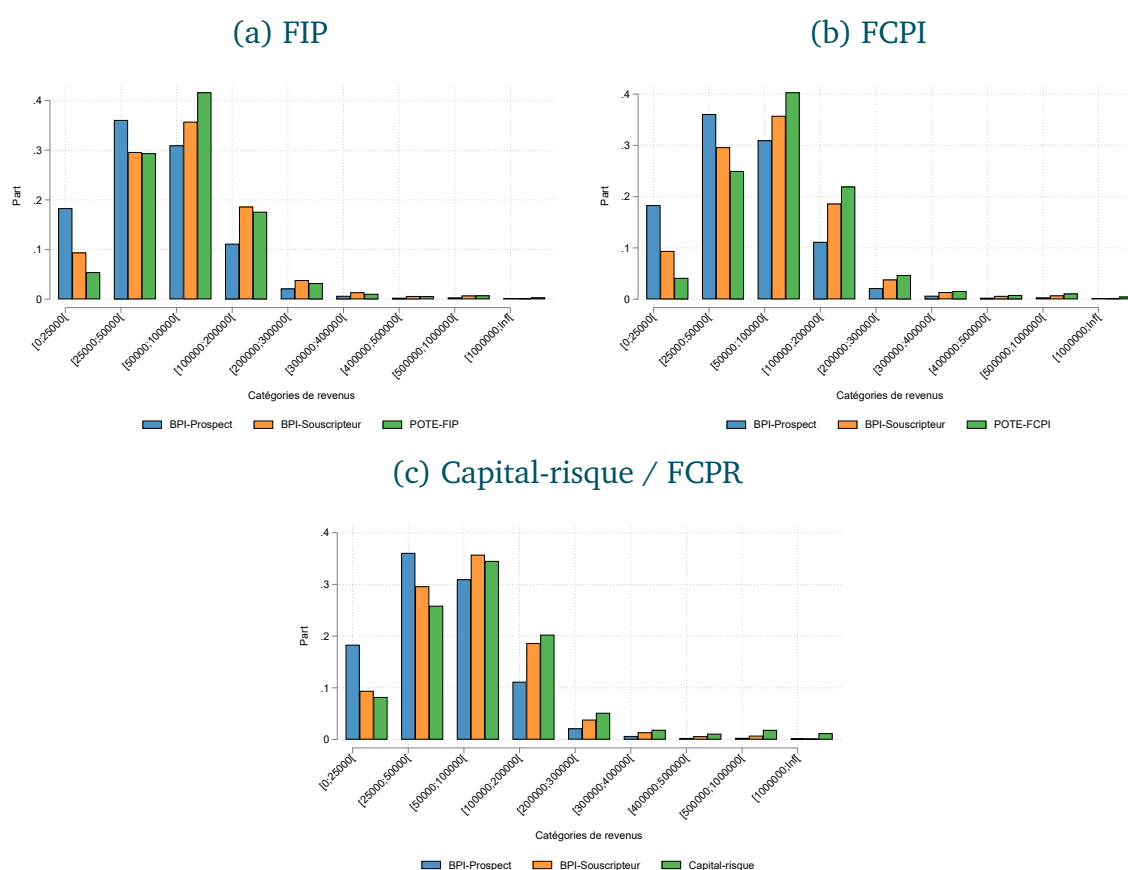
NOTES : Le graphique représente la distribution par âge de tous les ménages des deux bases de données Bpifrance et de tous les ménages de la base de données POTE déclarant un actif ou un revenu du capital particulier en 2021.

FIGURE A.32 – Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie d'âge (2021)



NOTES : Le graphique représente la distribution par âge de tous les ménages des deux bases de données Bpifrance et de tous les ménages de la base de données POTE déclarant un actif ou un revenu du capital particulier en 2021.

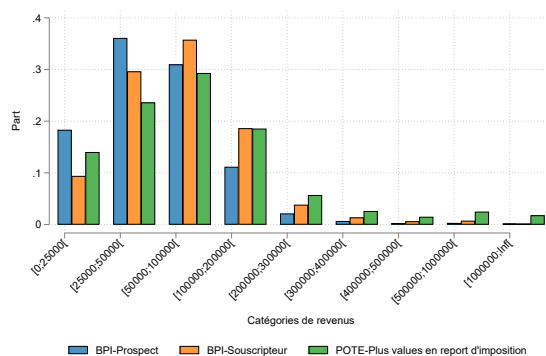
FIGURE A.33 – Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie de revenus (2020)



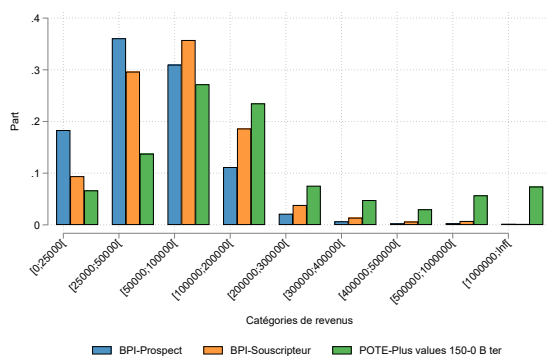
NOTES : Le graphique représente la distribution par revenus de tous les ménages des deux bases de données Bpifrance et de tous les ménages de la base de données POTE déclarant un actif ou un revenu du capital particulier en 2020.

FIGURE A.34 – Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie de revenus (2020)

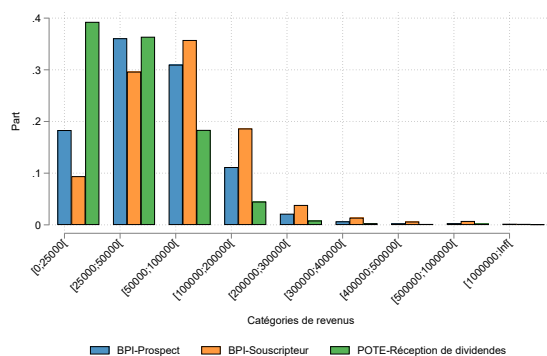
(a) Plus-values en report



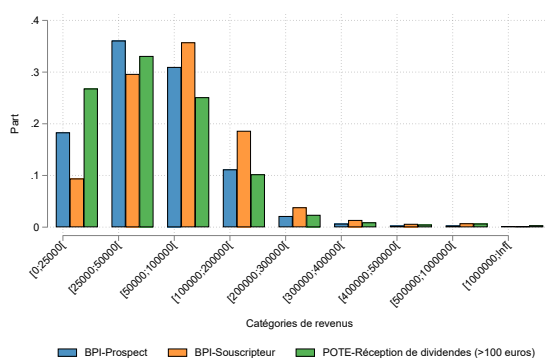
(b) Apport-cession



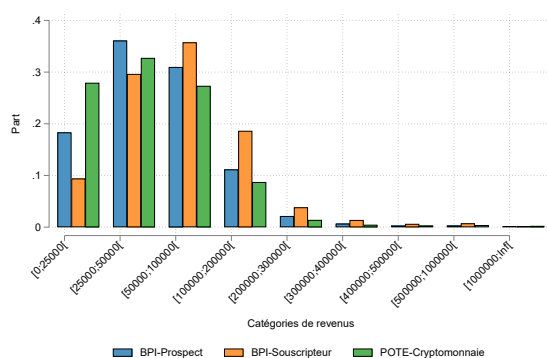
(c) Avec dividendes



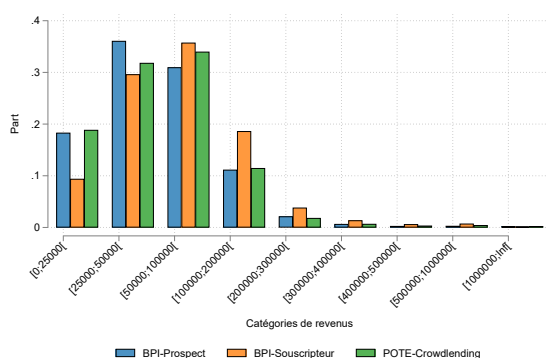
(d) Avec dividendes > 100 €



(e) Avec cryptomonnaie

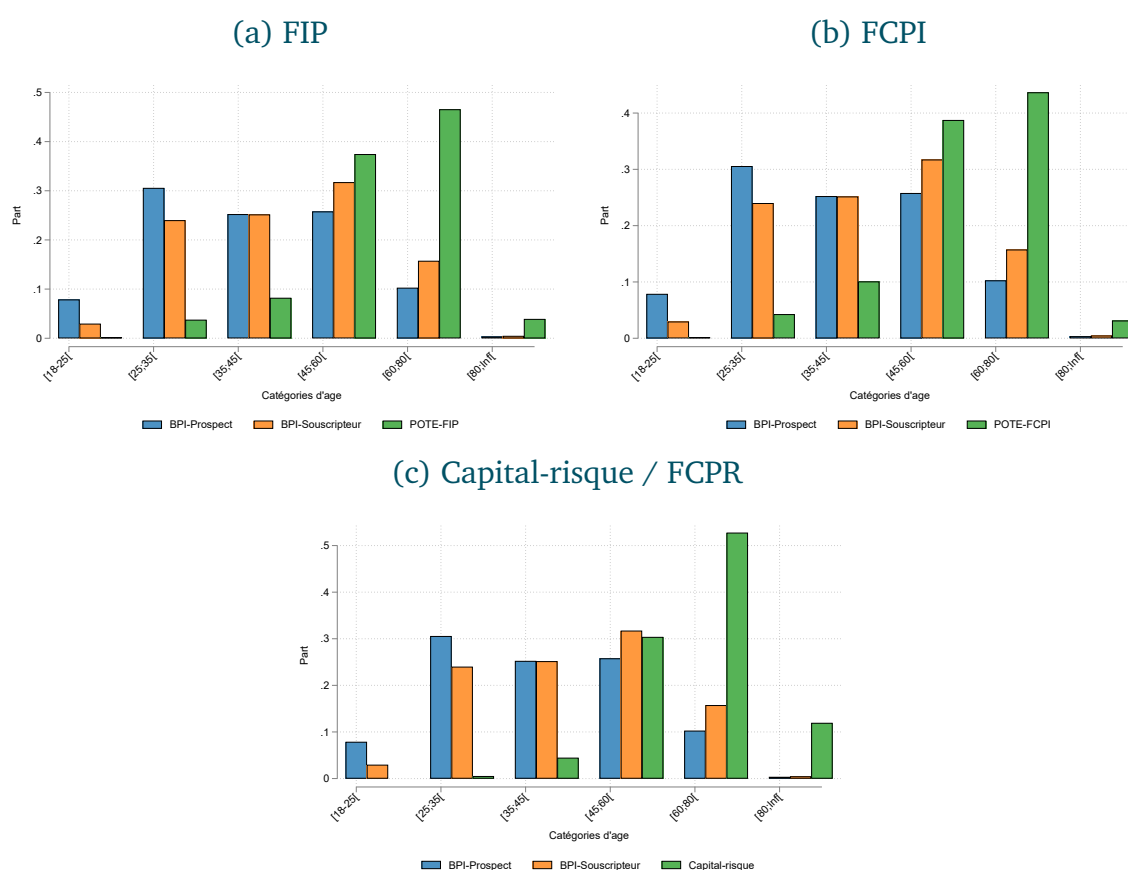


(f) Avec crowdlending



86NOTES : Le graphique représente la distribution par revenus de tous les ménages des deux bases de données Bpifrance et de tous les ménages de la base de données POTE déclarant un actif ou un revenu du capital particulier en 2020.

FIGURE A.35 – Comparaison des clients Bpifrance aux données d’impôt sur le revenu par catégorie d’âge (2020)



NOTES : Le graphique représente la distribution par âge de tous les ménages des deux bases de données Bpifrance et de tous les ménages de la base de données POTE déclarant un actif ou un revenu du capital particulier en 2020.

FIGURE A.36 – Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie d'âge (2020)

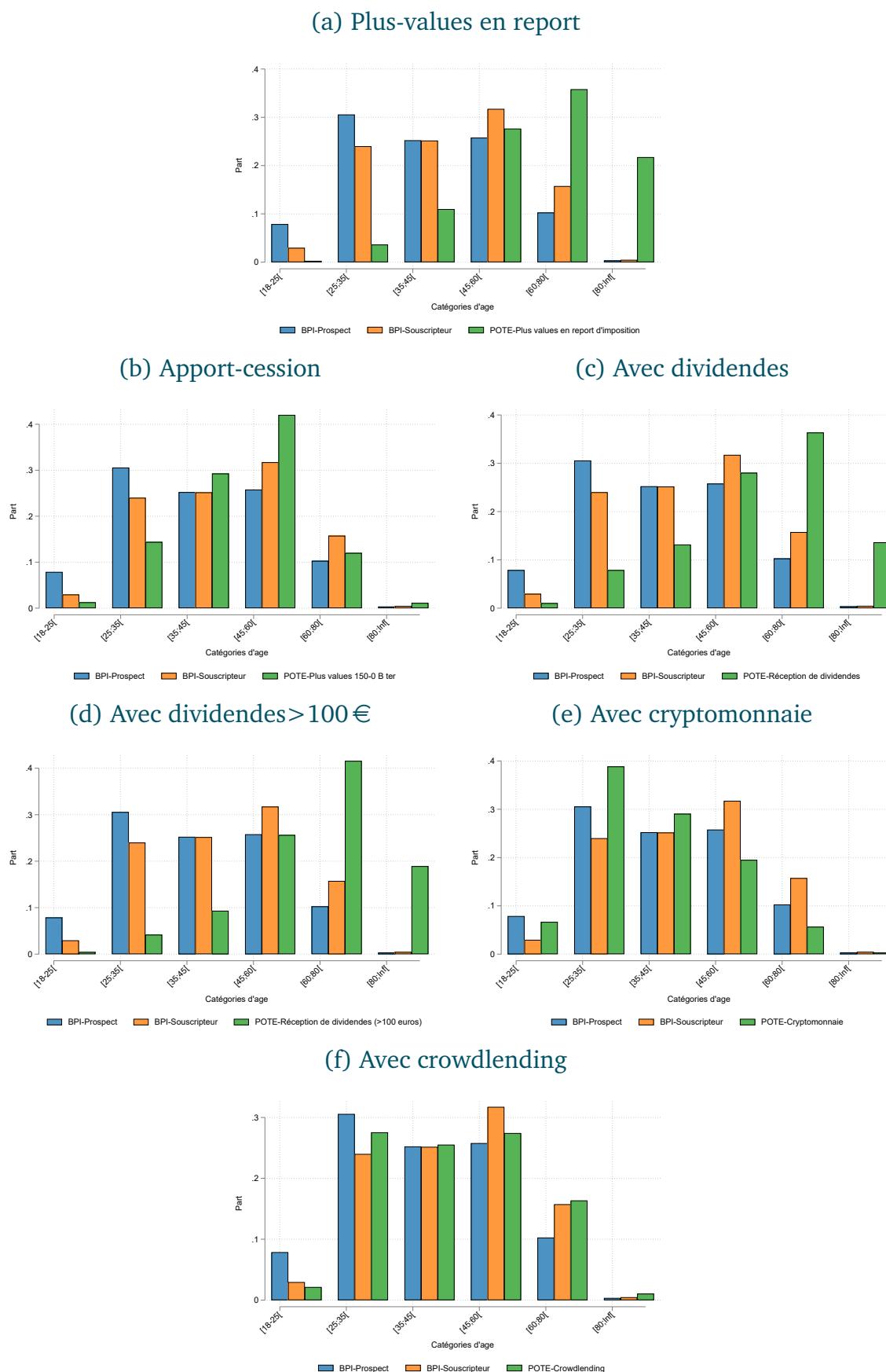
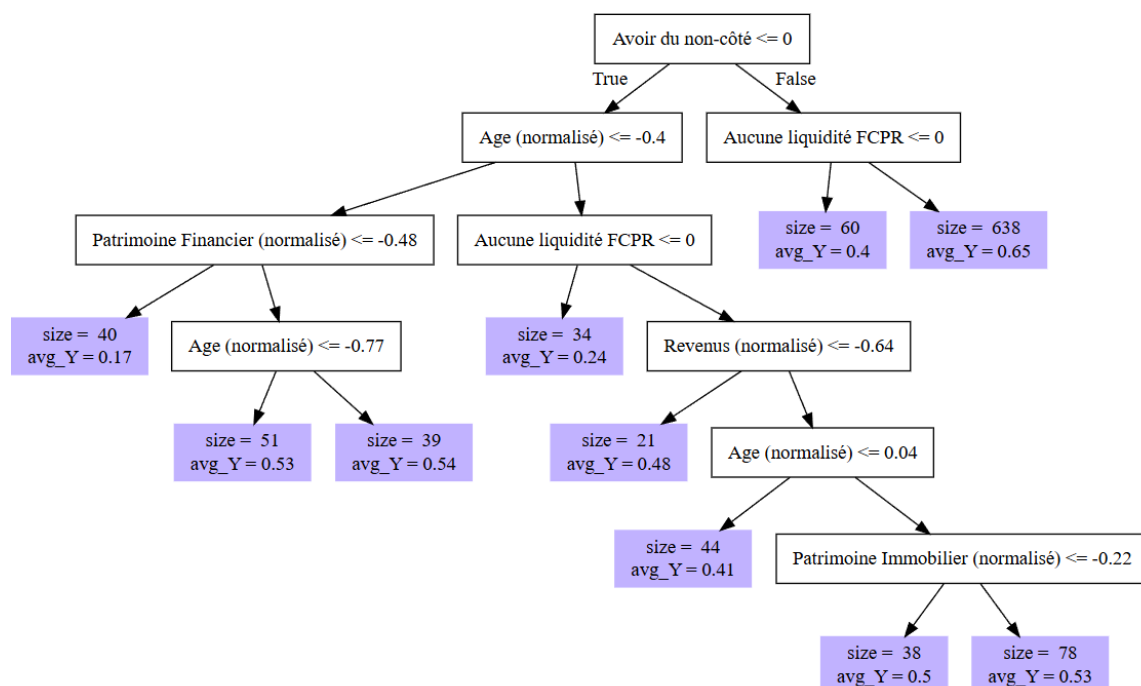


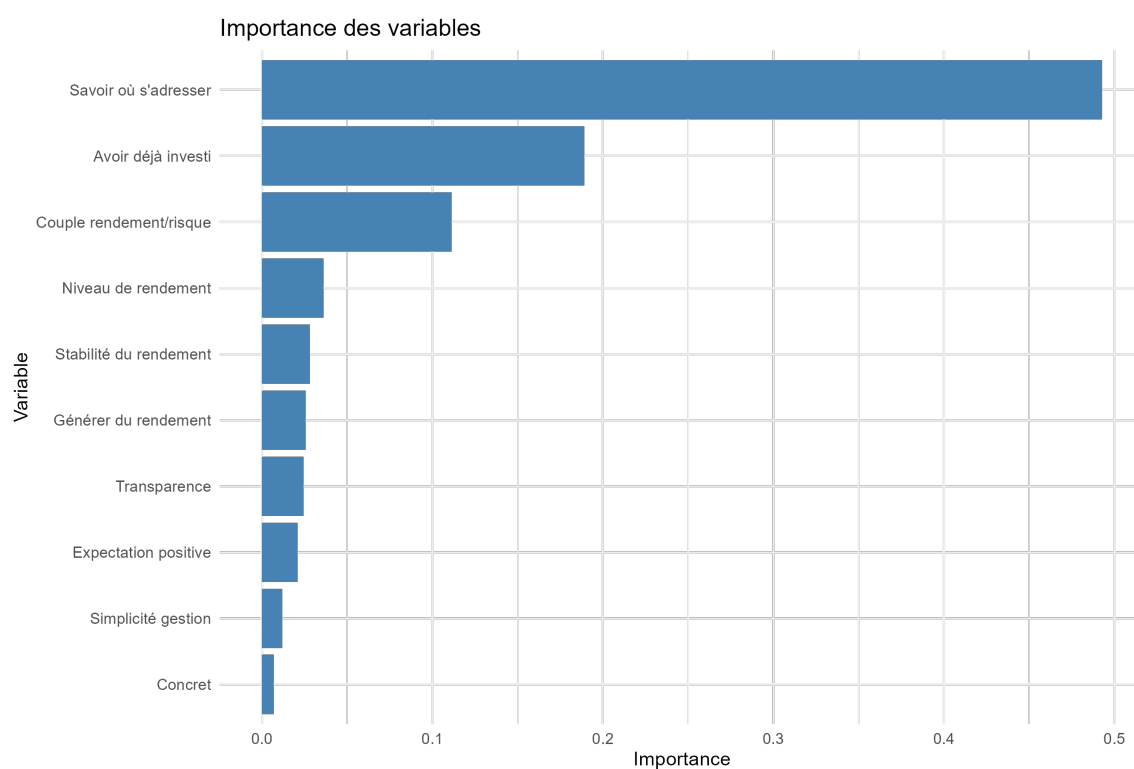
FIGURE A.37 – Exemple d'arbre



NOTES : Le graphique représente un exemple d'arbre obtenu avec la méthode de forêts aléatoires.

Annexe au chapitre 3

FIGURE A.38 – Forêt aléatoire



NOTES : Le graphique représente l'importance relative des six premières variables selon l'algorithme de forêts aléatoires. La variable dépendante est le fait d'avoir déjà investi dans le *private equity*.

RÉFÉRENCES

- Bach, L., Bozio, A., Guillouzouic, A., et Malgouyres, C. (2021). Évaluer les effets de l'impôt sur la fortune et de sa suppression sur le tissu productif. Rapport IPP n°36, Institut des politiques publiques.
- Bach, L., Calvet, L. E., et Sodini, P. (2020). Rich pickings? risk, return, and skill in household wealth. *American Economic Review*, 110(9), p. 2703–2747.
- Badarinza, C., Campbell, J. Y., et Ramadorai, T. (2016). International comparative household finance. *Annual Review of Economics*, 8(1), p. 111–144.
- Barber, B. M. et Odean, T. (2008). All that glitters : The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *The review of financial studies*, 21(2), p. 785–818.
- Bennani, H., Fize, É., et Paris, H. (2021). Baisse des taux d'intérêt et effets sur les inégalités entre ménages depuis 2012. *CAE Focus*, (n°61).
- Breiman, L. (2001). Random forests. *Machine learning*, 45(1), p. 5–32.
- Campbell, J. Y. (2006). Household finance. *The journal of finance*, 61(4), p. 1553–1604.
- Chabrier, C. (2022). Rendre le capital-investissement accessible. guide pratique et propositions. Technical report, France Invest.

- Cocco, J. F., Gomes, F. J., et Maenhout, P. J. (2005). Consumption and portfolio choice over the life cycle. *The Review of Financial Studies*, 18(2), p. 491–533.
- Draghi, M. (2024). The future of european competitiveness part a : A competitiveness strategy for europe.
- Fize, É., Landais, C., et Lavest, C. (2021). Consommation, épargne et fragilités financières pendant la crise covid : quelques enseignements additionnels sur données bancaires. *CAE Focus*, (n°54).
- Fize, E., Martin, P., Paris, H., et Rault, M. (2022a). La situation financière des ménages en début de crise énergétique. *CAE Focus*, (n°88).
- Fize, É., Paris, H., et Rault, M. (2022b). Quelle situation financière des entreprises et des ménages deux ans après le début de la crise covid ? *CAE Focus*, (n°83).
- Foerster, S., Linnainmaa, J. T., Melzer, B. T., et Previtero, A. (2017). Retail financial advice : does one size fit all ? *The Journal of Finance*, 72(4), p. 1441–1482.
- Guiso, L. et Sodini, P. (2013). Household finance : An emerging field. In *Handbook of the Economics of Finance*, volume 2, p. 1397–1532. Elsevier.
- Hackethal, A., Hanspal, T., Lammer, D. M., et Rink, K. (2022). The characteristics and portfolio behavior of bitcoin investors : Evidence from indirect cryptocurrency investments. *Review of Finance*, 26(4), p. 855–898.
- Merton, R. C. (1969). Lifetime portfolio selection under uncertainty : The continuous-time case. *The review of Economics and Statistics*, p. 247–257.
- Tibshirani, R. (1996). Regression shrinkage and selection via the lasso. *Journal of the Royal Statistical Society Series B : Statistical Methodology*, 58(1), p. 267–288.
- Van Rooij, M., Lusardi, A., et Alessie, R. (2011). Financial literacy and stock market participation. *Journal of Financial economics*, 101(2), p. 449–472.

Wager, S. et Athey, S. (2018). Estimation and inference of heterogeneous treatment effects using random forests. *Journal of the American Statistical Association*, 113(523), p. 1228–1242.

LISTE DES TABLEAUX

3.1 Résultats des régressions	54
---	----

LISTE DES FIGURES

1.1 Répartition des investissements et souscripteurs par canal de sous- cription	20
1.2 Nombre de prospects et souscripteurs	21
1.3 Montants investis via la plateforme en ligne	22
1.4 Distribution des souscripteurs par type de support	23
1.5 Distributions des souscripteurs selon leur niveau de revenu et patri- moine	25
1.6 Distribution des souscripteurs selon le capital total, par catégorie d'âge	26
1.7 Séquences d'interactions avec les fonds Bpifrance	28
1.8 Comparaison des investisseurs uniques et multiples selon le revenu, le patrimoine financier et le patrimoine immobilier	29
2.1 Comparaison des clients Bpifrance au reste de la population	35
2.2 Comparaison des clients Bpifrance au reste de la population détenant des actions	36
2.3 Comparaison des clients Bpifrance au reste de la population détenant des actions non-cotées	37
2.4 Comparaison des détentions d'actifs par catégorie de revenus	39
2.5 Comparaison des détentions d'actifs par catégorie d'âge	40
2.6 Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie de revenus (actifs en fonds)	42

2.7	Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie de revenus (autres actifs)	43
2.8	Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie d'âge (actifs en fonds)	45
2.9	Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie d'âge (autres actifs)	46
3.1	Montants moyens des investissements	49
3.2	Caractéristiques des souscripteurs et des prospects	50
3.3	Distributions des prospects et souscripteurs selon leur niveau de re- venu et patrimoine	51
3.4	Lasso	56
3.5	Forêt aléatoire	57
3.6	Forêt aléatoire	58
3.7	Forêt aléatoire	59
A.8	Souscripteurs directs et intermédiés dans BE1 et BE2	63
A.9	Comparaison des investisseurs directs et intermédiés selon le revenu, le patrimoine financier et le patrimoine immobilier	64
A.10	Distributions des prospects selon leur niveau de revenu et patrimoine	65
A.11	Distribution des souscripteurs selon le revenu, par catégorie d'âge . .	66
A.12	Distribution des souscripteurs selon le patrimoine financier, par ca- tégorie d'âge	67
A.13	Distribution des souscripteurs selon le patrimoine immobilier, par catégorie d'âge	68
A.14	Distribution des revenus	68
A.15	Distribution du patrimoine financier	69
A.16	Distribution du patrimoine immobilier	69
A.17	Distribution de l'âge	70

A.18 Comparaison du sondage au reste de la population	70
A.19 Comparaison du sondage au reste de la population détenteurs d'action	71
A.20 Comparaison du sondage au reste de la population détenteurs de non-coté	72
A.21 Distribution de revenu selon l'actif déclaré	73
A.22 Distribution de revenu selon l'actif déclaré	74
A.23 Distribution de l'âge selon l'actif déclaré	75
A.24 Distribution de l'âge selon l'actif déclaré	76
A.25 Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie de revenus (2022)	77
A.26 Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie de revenus (2022)	78
A.27 Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie d'âge (2022)	79
A.28 Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie d'âge (2022)	80
A.29 Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie de revenus (2021)	81
A.30 Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie de revenus (2021)	82
A.31 Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie d'âge (2021)	83
A.32 Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie d'âge (2021)	84
A.33 Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie de revenus (2020)	85
A.34 Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie de revenus (2020)	86

A.35 Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie d'âge (2020)	87
A.36 Comparaison des clients Bpifrance aux données d'impôt sur le revenu par catégorie d'âge (2020)	88
A.37 Exemple d'arbre	89
A.38 Forêt aléatoire	90



L'Institut des politiques publiques (IPP) est développé dans le cadre d'un partenariat scientifique entre PSE-Ecole d'économie de Paris (PSE) et le Centre de Recherche en Économie et Statistique (CREST). L'IPP vise à promouvoir l'analyse et l'évaluation quantitatives des politiques publiques en s'appuyant sur les méthodes les plus récentes de la recherche en économie.

PSE a pour ambition de développer, au plus haut niveau international, la recherche en économie et la diffusion de ses résultats. Elle rassemble une communauté de près de 140 chercheurs et 200 doctorants, et offre des enseignements en Master, École d'été et Executive education à la pointe de la discipline économique. Fondée par le CNRS, l'EHESS, l'ENS, l'École des Ponts-ParisTech, l'INRA, et l'Université Paris 1 Panthéon Sorbonne, PSE associe à son projet des partenaires privés et institutionnels. Désormais solidement installée dans le paysage académique mondial, la fondation décroïssonne ce qui doit l'être pour accomplir son ambition d'excellence : elle associe l'université et les grandes écoles, nourrit les échanges entre l'analyse économique et les autres sciences sociales, inscrit la recherche académique dans la société, et appuie les travaux de ses équipes sur de multiples partenariats. www.parisschoolofeconomics.eu



Le Groupe des écoles nationales d'économie et statistique (GENES) est un établissement public d'enseignement supérieur et de recherche. Au sein du GENES, le CREST est un centre de recherche interdisciplinaire spécialisé en méthodes quantitatives appliquées aux sciences sociales regroupant des chercheurs l'ENSAE Paris, de l'ENSAI, du département d'Économie de l'École polytechnique et du CNRS. <http://www.groupe-genes.fr/> – <http://crest.science>

