

# Un (capital) risque étatique?

Comment la Suisse peut renforcer sa capacité d'innovation, même sans start-ups financées par l'Etat

Lukas Schmid, Noa Reggiani

La politique fédérale envisage depuis longtemps de soutenir financièrement les start-ups en phase de croissance. Il ne fait aucun doute qu'un marché du capital-risque développé est essentiel pour une économie hautement développée.

Mais le marché suisse du capital-risque n'a pas besoin du soutien de l'Etat: les investissements correspondants ont été multipliés par cinq en dix ans, les fuites de start-ups sont rares et les expériences européennes montrent qu'un financement public en fonds propres ne favorise pas l'innovation.

Au lieu d'investir du capital-risque, la Confédération devrait s'en tenir à sa politique d'innovation et créer des conditions-cadres plus favorables aux start-ups.

## 1. Le financement des start-ups, un point faible?

La Suisse fait partie des pays les plus compétitifs du monde, notamment grâce à la grande force d'innovation de son économie. Dans les comparaisons internationales, elle occupe depuis des années les premières places en matière de capacité d'innovation: elle domine le Global Innovation Index, classement de référence, depuis 15 ans consécutifs.

Les raisons de cette force d'innovation sont multiples. La Suisse abrite un nombre supérieur à la moyenne de multinationales qui, avec leurs fournisseurs, forment une base industrielle solide. Elle dispose en outre de nombreuses hautes écoles, qui jouissent d'une excellente réputation internationale en tant qu'institutions de recherche et de formation et d'où naissent chaque année des dizaines de spin-offs.

Les deux écoles polytechniques fédérales (EPF) jouent un rôle clé en favorisant un environnement où la recherche académique aboutit régulièrement à des innovations commercialisables. Ainsi, aucune université européenne ne produit autant de start-ups avec des demandes de brevet que l'EPFZ. L'EPFL se classe cin-

## Contenu

1. Le financement des start-ups, un point faible?	1
2. Pourquoi le capital-risque est-il pertinent pour l'économie nationale?	3
3. Quelle est la situation du marché suisse du capital-risque?	5
4. Pourquoi l'Etat ne peut pas investir du capital-risque?	9
5. Conclusion: renforcer la politique d'innovation suisse existante	12

### Encadré 1: Qu'entend-on par capital-risque?

Le capital-risque, ou venture capital, désigne une forme particulière de financement par fonds propres pour les jeunes entreprises innovantes à fort potentiel de croissance. Contrairement aux crédits bancaires classiques, qui exigent des garanties et des flux de trésorerie courants, le capital-risque est basé sur l'attente d'une plus-value future: les investisseurs mettent à disposition des capitaux pour les premières phases de développement et d'expansion, bien que le risque d'échec soit élevé.

Le capital-risque doit être distingué du capital-investissement, ou private equity. Alors que ce dernier finance ou reprend des entreprises établies, qui ont souvent aussi besoin d'être assainies, le capital-risque vise les start-ups. Les investissements en private equity se basent généralement sur une rentabilité existante ou du moins sur des cash-flows stables, alors que le capital-risque se base sur la possibilité qu'un modèle d'entreprise puisse être mis à l'échelle en peu de temps.

Les financements en capital-risque s'effectuent généralement en plusieurs tours, qui peuvent être classés en trois phases:

- **Phase de (pré-)amorçage:** financements très précoces, par exemple pour développer un prototype ou tester une idée commerciale. Ces phases initiales sont souvent couvertes par des business angels (des particuliers fortunés ayant une expérience de la création d'entreprise ou du secteur).
- **Phase préliminaire:** comprend les séries A et B, au cours desquelles le modèle commercial est validé et la première croissance financée.
- **Phase finale:** à partir des tours de la série C, au cours desquels les entreprises ont déjà des produits établis et lèvent des capitaux pour le changement d'échelle, l'internationalisation ou une introduction en bourse.

La logique de financement du capital-risque se caractérise par le principe de «high risk-high return». Etant donné que de nombreuses start-ups échouent, les investisseurs en capital-risque calculent avec une approche de portefeuille: un petit nombre de participations très réussies (sorties), par exemple par le biais d'introductions en bourse ou de ventes d'entreprises, doivent compenser les pertes de nombreux engagements qui ont échoué.

Le capital-risque permet un entrepreneuriat innovant et risqué, qui aurait autrement peu accès au financement. Cela s'explique par deux raisons:

- 01\_ Les start-ups ne peuvent pas présenter de garanties, surtout dans la phase préliminaire. Or, les prêteurs classiques comme les banques les exigent pour se prémunir contre les risques de défaillance.
- 02\_ Les fondateurs disposent d'une bien meilleure connaissance de leur modèle d'entreprise que les investisseurs externes. Il existe une asymétrie d'information.

Les sociétés de capital-risque font face à ces problèmes en effectuant un contrôle préalable, un suivi et un soutien actif des start-ups, mais elles exigent souvent en contrepartie des parts de fonds propres élevées.

Sur le plan institutionnel, le capital-risque est généralement organisé via des structures de fonds fermées: les bailleurs de fonds (limited partners), comme les caisses de pension, les assurances ou les family offices, mettent à disposition les moyens qui sont investis par des gestionnaires de fonds spécialisés (general partners). Ces derniers se chargent du screening des start-ups, de la gestion des participations et de la stratégie de sortie.

La durée typique d'un fonds est d'environ dix ans, pendant lesquels les start-ups sont financées, développées et finalement vendues ou introduites en bourse. Les investissements dans les fonds de capital-risque sont donc liés à long terme et peu liquides, même si les parts peuvent de plus en plus être négociées sur des marchés secondaires.

Lors des tours de financement, il est courant que plusieurs investisseurs s'associent pour investir (syndication). Un general partner joue le rôle d'investisseur principal, qui structure le tour de table, dirige la due diligence, détermine l'évaluation de l'entreprise, négocie les conditions de participation et fournit en général la plus grande part de capital. Les co-investisseurs se joignent à ces conditions.

quième dans cette catégorie (Ménieré et al. 2024).<sup>1</sup> Ces deux institutions ont largement contribué à l'établissement d'un écosystème de start-ups dynamiques en Suisse.

### De bonnes idées, une commercialisation laborieuse

Aujourd'hui, la Suisse est considérée à juste titre comme un lieu attractif pour les start-ups, car l'écosystème a désormais atteint une masse critique : depuis 2017, environ 250 jeunes entreprises voient le jour chaque année et attirent les investisseurs (Kyora et al. 2024). Par rapport à la population, seul Israël présente un nombre de start-ups aussi élevé. La Suisse ne manque donc pas de bonnes idées.

L'écosystème local des start-ups est jugé de manière plus critique lorsqu'il s'agit de transformer de bonnes idées en bonnes affaires. Le capital-risque est rare dans notre pays, surtout dans la phase tardive ou de croissance (voir encadré 1), où les jeunes entreprises à forte croissance veulent généralement lever au moins des dizaines de millions. Pour faire évoluer leur modèle d'affaires, de nombreuses start-ups d'une certaine taille se tournent donc vers des investisseurs en capital-risque étrangers.

On attribue parfois à cette situation une importance économique considérable. On reproche ainsi aux bailleurs de fonds internationaux d'influencer les décisions relatives au lieu d'implantation, à l'exploitation de la propriété intellectuelle ou aux questions de sortie. Les critiques craignent donc qu'une partie de la future création de valeur des nombreuses start-ups, y compris les emplois hautement qualifiés, ne soit pas réalisée en Suisse.

### Pertinence politique

Même si ces inquiétudes font débat, le financement des start-ups est un sujet politique de longue date. En 2013 déjà, une intervention parlementaire, qui n'a finalement pas abouti, demandait un «fonds pour l'avenir de la Suisse» (Graber 2013). En 2023, tant une initiative du Conseil fédéral qu'une motion du Conseil des

Etats en faveur d'un fonds d'innovation pour les entreprises en croissance ont échoué en raison de la situation budgétaire tendue (Gapany 2023, Schöchli 2023a).

Toutefois, l'idée d'un capital-risque soutenu par l'Etat demeure forte dans certaines instances du Parlement fédéral.

Il est donc temps de jeter un regard attentif sur le marché du capital-risque et son importance pour la capacité d'innovation de la Suisse :

- Pourquoi le capital-risque est-il important pour l'économie nationale ?
- Quelle est la situation du marché suisse du capital-risque ?
- Quel est le rôle de l'Etat sur le marché du capital-risque ?
- Quelles sont les conséquences pour la politique d'innovation de la Confédération ?

## 2. Pourquoi le capital-risque est-il important pour l'économie ?

Le capital-risque a permis à de nombreuses entreprises de figurer parmi les plus importantes au monde. En termes de valeur de marché en septembre 2025, huit des dix entreprises les plus valorisées au monde ont été financées par du capital-risque avant leur entrée en bourse : Nvidia, Microsoft, Apple, Amazon, Alphabet, Meta, Broadcom et Tesla. Seules Aramco et Berkshire Hathaway ont pu s'en passer.

### Les entreprises financées par du capital-risque sont plus innovantes

Les entreprises financées par le capital-risque jouent un rôle particulièrement important, surtout aux Etats-Unis. Bien que seulement 0,2 % environ des entreprises nouvellement créées bénéficient de capital-risque, elles contribuent à plus de 10 % de la croissance de l'emploi et à environ 16 % de la croissance de la masse salariale (Ando 2024). En bourse, elles représentent même près de la moitié des entreprises cotées (Kaplan & Lerner 2016). De plus, ces entreprises sont plus innovantes : les entreprises financées par du capital-risque dans les indices boursiers américains

représentent 62 % des dépenses de recherche et développement (R&D) et 93 % de la valeur des brevets (Gornall & Strelakova 2021).<sup>2</sup>

En revanche, l'importance des entreprises financées par du capital-risque est bien moindre dans les indices phares d'autres économies de premier plan. Dans le principal indice boursier de la zone euro (Euro Stoxx 50), on ne trouve actuellement qu'une seule entreprise, le prestataire de services financiers néerlandais Adyen, qui a bénéficié de capital-risque avant son introduction en bourse. Même au Royaume-Uni, qui dispose d'un important écosystème de start-ups, aucune entreprise de ce type ne figure actuellement dans le FTSE 100.

Même dans le SMI, on cherche en vain des entreprises qui ont été créées avec du capital-risque institutionnel. Cela s'explique d'une part par le fait que la plupart des grands groupes suisses ont été fondés bien avant l'apparition des structures modernes de capital-risque.<sup>3</sup> D'autre part, les entreprises financées par du capital-risque ont aujourd'hui tendance à faire leur entrée en bourse aux Etats-Unis, comme le montre l'exemple du fabricant suisse d'articles de sport On. Le marché des capitaux américain dispose d'une plus grande profondeur et d'une base d'investisseurs plus large, ce qui réduit le coût du capital et conduit généralement à des valorisations plus élevées.

### Le capital-risque rend les start-ups plus performantes

Les différences considérables dans l'importance du capital-risque entre l'Europe et les Etats-Unis indiquent que le capital-risque joue un rôle central dans le financement de l'innovation. Pour les start-ups prometteuses, cette forme de financement est devenue indispensable aux Etats-Unis. Il pousse à la commercialisation de nouvelles idées à haut risque et a ainsi contribué au leadership technologique du pays. Le développement de marchés de capital-risque fonctionnels revêt donc également une grande importance pour l'économie nationale.

Un nombre croissant d'études empiriques montre que le capital-risque contribue à la force d'innovation et à la productivité des jeunes entreprises. Ainsi, les sociétés de capital-risque ne se contentent pas d'identifier les start-ups les plus prometteuses, elles augmentent aussi leurs chances de succès (Sørensen 2007). Les entreprises financées par du capital-risque génèrent davantage de brevets (Kortum & Lerner 2000), utilisent leurs ressources de manière plus productive (Chemmanur et al. 2011) et créent un nombre d'emplois supérieur à la moyenne (Engel & Keilbach 2007, Bertoni et al. 2011).

### Le marché du capital-risque favorise la croissance

Ces effets sont probablement liés au rôle actif que jouent les investisseurs en capital-risque en tant qu'«investisseurs principaux» (voir encadré 1). Ce rôle ne se limite pas à fournir des capitaux en échange d'une participation dans l'entreprise. Ces investisseurs s'impliquent dans les questions opérationnelles et stratégiques, comme la nomination à des postes clés, l'élaboration de plans d'entreprise ou la mise en réseau avec d'autres entreprises, clients et investisseurs. En cas de faible performance, ils interviennent. Ce type de gouvernance adapté aux start-ups renforce en fin de compte la performance d'innovation des entrepreneurs (Bernstein et al. 2016).

En comparaison avec les formes de financement classiques, le capital-risque contribue ainsi particulièrement à la dynamique d'innovation et de croissance d'une économie (Ando 2024, Akcigit et al. 2022). Ainsi, les sites disposant de structures de capital-risque bien développées enregistrent des taux de création d'entreprises plus élevés et une croissance économique plus rapide (Samila & Sorenson 2011). Le facteur décisif n'est pas seulement le montant du capital disponible, mais son ancrage dans un environnement favorable à l'innovation : avec des hautes écoles actives, des investisseurs expérimentés, des marchés de sortie qui fonctionnent et des réseaux internationaux qui relient le savoir et l'entrepreneuriat (Lerner & Nanda 2023).

### 3. Comment se porte le marché suisse du capital-risque

Le chapitre 2 montre que le capital-risque entraîne une augmentation de l'innovation et, par conséquent, de la croissance. L'accès au capital-risque est donc d'une grande importance pour l'économie. Qu'en est-il alors du marché suisse du capital-risque?

#### 3.1 Combien investit-on et comment le marché a-t-il évolué?

Le niveau de développement du marché du capital-risque peut être décrit au mieux à l'aide de quatre «faits stylisés»:

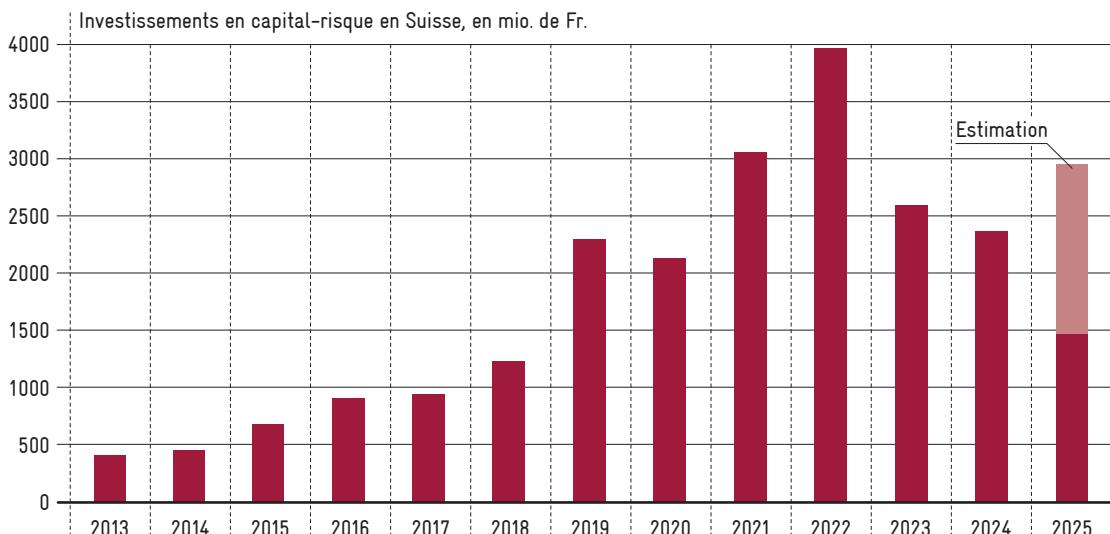
01\_ **Tendance à la hausse à long terme:** Le capital-risque investi en Suisse est en croissance constante depuis des années (voir figure 1): au cours de la dernière décennie, les investissements ont été multipliés par cinq, passant de moins de 500 millions de francs avant

2015 à environ 2,5 milliards de francs en 2024. Déclenchés par une poussée de la numérisation pendant la pandémie de coronavirus, ils ont même été encore plus élevés entre-temps.

- 02\_ **Dans la moyenne supérieure au niveau international:** En comparaison internationale, la Suisse se situe ainsi dans la moyenne supérieure (voir figure 2). Entre 2020 et 2024, les investissements annuels en capital-risque s'élevaient en moyenne à environ 0,3 % du produit intérieur brut (PIB), soit légèrement au-dessus de la moyenne d'Europe continentale, mais nettement derrière les pays de pointe. A Singapour et en Israël, les investissements dépassent 1 % du PIB, tandis qu'aux Etats-Unis, ils se situent aux alentours de 0,7 %.<sup>4</sup>
- 03\_ **De nombreux tours de financement modestes:** L'écart avec les principaux pôles

**Figure 1: Tendance à la hausse pour le capital-risque avec une rechute après la pandémie**

*Depuis 2013, les investissements en capital-risque ont au moins quintuplé en Suisse. Il est intéressant de noter le ralentissement observé après la vague de numérisation liée à la pandémie, un phénomène observé dans le monde entier. Dans cette phase de ralentissement, la Suisse s'en sort relativement bien. Les investissements sont aujourd'hui environ 30 % supérieurs à ceux des deux années précédant la crise du coronavirus.*



Les investissements au second semestre 2025 correspondent en moyenne au niveau du premier semestre (sur la base des valeurs des années 2019–2024).

Source: Venture Capital Report 2014–2025

du capital-risque s'explique avant tout par des tailles moyennes de tours de financement plus faibles. La Suisse présente certes un nombre de tours de financement supérieur à la moyenne, mais ceux-ci sont en moyenne plus petits. Cela est particulièrement marqué dans la phase tardive. En Suisse, le volume moyen des tours de financement à ce stade est de 59 millions de dollars américains, alors qu'il atteint 119 millions de dollars américains aux Etats-Unis, 123 millions de dollars américains à Singapour et 106 millions de dollars américains dans l'UE.

- 04- **Un marché récent:** Cela pourrait être dû en grande partie à la maturité plus faible du marché du capital-risque en Suisse. En moyenne, les investisseurs en capital-risque suisses existent depuis neuf ans. En Europe, on estime que le capital-risqueur moyen a 14 ans, et même 27 ans aux Etats-Unis (Botsari & Lang 2024, Gompers et al. 2020).

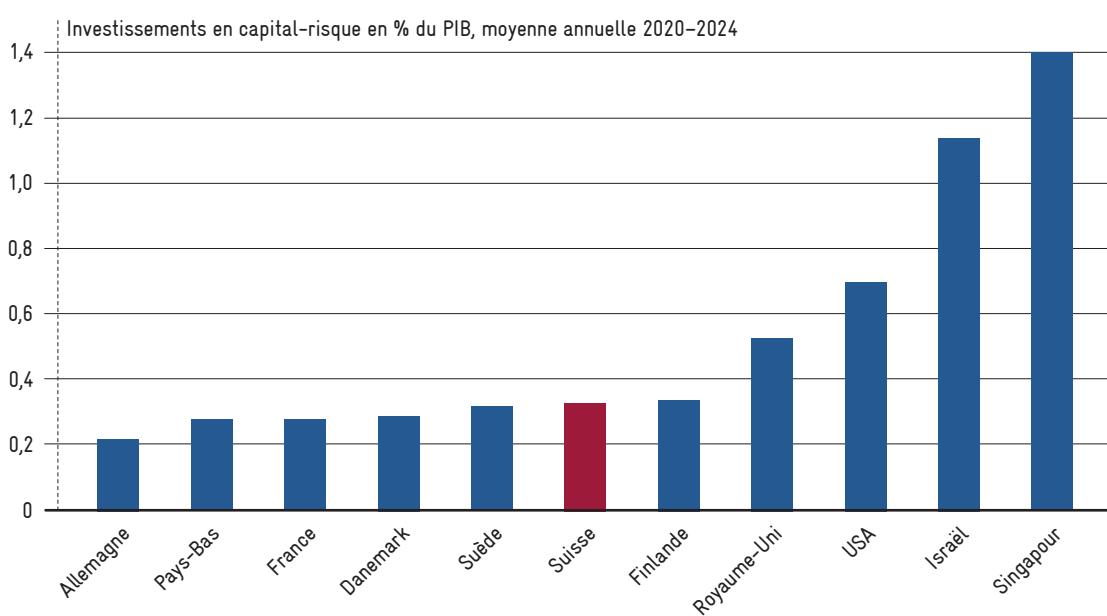
### 3.2 Qui investit (ou n'investit pas) et pourquoi tant de capitaux proviennent de l'étranger?

Les trois quarts du capital-risque investi en Suisse proviennent de l'étranger (Kyora et al. 2024). Alors que les tours de financement modestes (en phase préliminaire) sont plutôt soutenus par des investisseurs locaux, les start-ups se tournent vers des investisseurs étrangers pour des sommes importantes. En phase avancée, près de 80 % des investissements proviennent d'investisseurs étrangers (voir figure 3). En comparaison internationale, il s'agit d'une valeur élevée. Parmi les sites de capital-risque importants, seul Singapour présente une part plus élevée de capitaux internationaux (85 %).

Les investisseurs étrangers sont un atout pour le marché suisse du capital-risque et pour les start-ups en général. Ils mettent du capital et du savoir-faire à disposition là où il y a une demande. Les start-ups à forte croissance qui veulent s'affirmer sur le marché mondial sont en revanche tributaires d'investisseurs (leaders)

**Figure 2: Dans la moyenne internationale, loin derrière les premiers du classement**

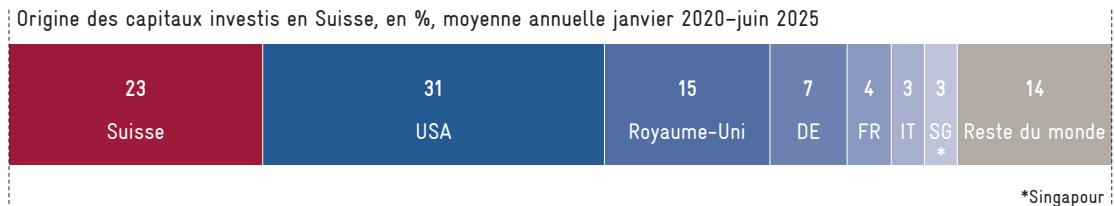
*En Suisse, les investissements en capital-risque représentent environ 0,3% de la performance économique. La Suisse se situe ainsi légèrement au-dessus de la moyenne de l'Europe continentale, mais nettement derrière les leaders en matière de capital-risque tels que les Etats-Unis, Israël ou Singapour.*



Source: Crunchbase, FMI

### Figure 3: Le financement en phase avancée en Suisse est marqué par une dynamique internationale

Dans la phase avancée, la majeure partie du capital investi en Suisse provient d'investisseurs internationaux. Près de la moitié du volume total des investissements provient d'acteurs anglo-saxons. Les investisseurs suisses n'apportent, quant à eux, qu'un peu moins d'un quart du capital en phase avancée.



Les tours de financement impliquant plusieurs pays sont répartis à parts égales entre les pays d'origine des investisseurs.

Source: Crunchbase

qui les soutiennent avec des connaissances spécialisées et des réseaux de contacts.<sup>-5</sup>

L'afflux important de fonds étrangers dans les start-ups suisses est donc aussi l'expression d'un écosystème de start-up attractif. Dans les principaux pôles de capital-risque, en dehors des grandes économies que sont les Etats-Unis et la Chine, les investisseurs internationaux sont responsables de plus de la moitié des capitaux investis, la part allant de 60 % en Suède à 85 % à Singapour (Kyora et al. 2024). La Suisse se situe entre les deux avec 75 %.

Enfin, il convient de noter que les capitaux n'entrent pas seulement en Suisse, mais qu'ils en sortent également. Le marché du capital-risque est mondialisé. Ainsi, les investisseurs suisses en capital-risque investissent environ 80 % de leur capital-risque disponible sur les marchés étrangers. Ce schéma ne fait pas de la Suisse une exception : les pays qui enregistrent des afflux importants de capitaux en provenance de l'étranger enregistrent généralement aussi des sorties importantes.

Singapour, à l'instar de la Suisse, est une place financière d'importance internationale dotée d'un écosystème de start-ups dynamique. Elle illustre bien ce phénomène : les investisseurs singapouriens placent près de 90 % de leur capital-risque disponible à l'étranger (Kyora et al. 2024). Il n'est donc pas surprenant que Singapour soit devenue l'une des principales places mondiales du capital-risque, non pas en dépit,

mais précisément grâce à la part élevée des investissements transfrontaliers.

#### Les investisseurs institutionnels évitent le marché suisse du capital-risque ...

Il ne faut donc pas s'attendre à ce que la forte présence d'investisseurs étrangers présente de graves inconvénients pour l'économie nationale. Mais il est tout aussi vrai que le marché suisse du capital-risque est toujours en cours de développement. Contrairement aux Etats-Unis par exemple, les investisseurs institutionnels tels que les caisses de pension, les assurances ou les gestionnaires d'actifs n'ont pas encore découvert le capital-risque comme une classe d'actifs en Suisse. Même en comparaison avec l'Europe, la Suisse est à la traîne. Ces dernières années, les caisses de pension y ont représenté environ 8 % du capital-risque. Dans des places importantes comme le Royaume-Uni (14 %) ou la Suède (22 %), ce chiffre est même nettement plus élevé (Investeurope 2025).

Le Conseil fédéral avait probablement un tel niveau en tête lorsqu'il a précisé début 2022 les prescriptions de placement pour les caisses de pension (Conseil fédéral 2021). A vrai dire, les investissements dans le capital-risque n'ont été facilités que formellement. Cette catégorie de placement était déjà ouverte aux caisses de pension auparavant. Il n'y a donc pas eu d'effets sensibles : les placements en capital-investissement (private equity), y compris le capital-risque

(venture capital), ne représentaient que 1,5 % de la fortune totale des caisses de pension suisses en 2024, contre 1,7 % en 2022 (Swisscanto 2025).

### **... plus pour longtemps, espérons-le**

Cette réticence n'est donc pas nouvelle. Trois facteurs dissuadent généralement les caisses de pension d'investir dans des fonds de capital-risque. Premièrement, de tels placements sont considérés comme complexes, et de nombreuses caisses de pension ne disposent pas du personnel spécialisé nécessaire. Deuxièmement, il s'agit d'une catégorie de placement relativement peu liquide : celui qui investit ne peut pas se retirer à court terme, mais reste souvent engagé pendant des années. Troisièmement, les frais administratifs sont relativement élevés, soit entre 2 et 4 % par an, alors qu'ils se situent généralement entre 1,5 et 2 % pour les autres classes d'actifs (Schöchli 2023b).<sup>6</sup>

Dans ce contexte, l'initiative menée par la fondation Deep Tech Nation Switzerland est particulièrement bienvenue. Elle a pour objectif d'attirer les investisseurs institutionnels dans le capital-risque et est considérée comme prometteuse, car elle a réussi à impliquer directement les caisses de pension dans le processus d'investissement et à créer un véhicule d'investissement adapté à ce type d'investisseurs. Ce dernier combine des participations directes avec des structures de «Funds of Funds» (fonds de fonds) (voir chapitre 4) et doit contribuer à ancrer à long terme le capital-risque en tant que classe d'actifs établie pour les investisseurs institutionnels en Suisse.

### **3.3 Combien de start-ups ont quitté le marché et pourquoi cette inquiétude est-elle exagérée ?**

Malgré ces évolutions, la dépendance vis-à-vis du capital-risque international continue de susciter régulièrement des inquiétudes, tant en ce qui concerne la compétitivité de l'écosystème suisse des start-ups que celle de l'économie nationale dans son ensemble. Concrètement, on reproche que les capitaux étrangers assurent

certes à court terme l'avenir de start-ups prometteuses, mais à long terme, cela peut entraîner des coûts économiques considérables. En effet, plus les investisseurs étrangers exercent de l'influence sur le développement stratégique de ces entreprises, plus le risque est grand que la valeur ajoutée créée (y compris les emplois hautement qualifiés) ne reste pas en Suisse.

### **Seule 1 start-up sur 20 transfère son siège social**

Pour de nombreux observateurs, le départ de la spin-off de l'EPFZ GetYourGuide reste une illustration de ce phénomène. L'entreprise a transféré son siège social de Zurich à Berlin en 2012. Cependant, GetYourGuide n'est pas un exemple représentatif. Afin de mesurer l'ampleur du phénomène, nous avons examiné toutes les start-ups créées en Suisse entre 2013 et 2021 pour voir si elles avaient délocalisé leur siège (voir annexe 1). Résultat : environ 5,2 % de ces entreprises avaient transféré leur siège social à l'étranger d'ici juin 2025.

Cette valeur est proche des résultats d'autres études : Shi et al. (2024) ont calculé un taux d'émigration de 4,9 % pour la Suisse, Weik et al. (2024) environ 6 %. La Suisse se situe donc à la limite inférieure du taux d'émigration des places européennes de capital-risque comparables. Weik et al. (2024) estiment ainsi le taux d'émigration à 7,8 % au Danemark, à 6,5 % aux Pays-Bas et à 5,1 % en Suède.

Par ailleurs, des taux d'émigration élevés ne signifient pas nécessairement un manque de compétitivité. L'exemple du hotspot des start-ups d'Israël le montre particulièrement bien : environ 13 % des start-ups ont transféré leur siège social à l'étranger entre 2010 et 2020, et ce exclusivement aux Etats-Unis (Conti & Guzman 2023). Les entreprises qui ont quitté le pays ont en outre attiré davantage de capitaux et ont plus souvent réalisé des sorties réussies. Malgré cela, le système d'innovation israélien est considéré comme le principal moteur de la croissance de la productivité et des revenus supérieure à la moyenne dans le pays.

Notre analyse montre également que les startups qui quittent la Suisse ont un peu plus de succès : les startups qui ont quitté la Suisse ont reçu en moyenne plus de capital-risque que celles qui sont restées dans le pays. Dans la phase tardive, le volume levé était en moyenne de 69 millions de francs pour les entreprises délocalisées, contre 36 millions de francs pour les entreprises non délocalisées ; dans la phase préliminaire, il était respectivement de 14 et 6,8 millions de francs.

Ces délocalisations ne sont pas nécessairement dues à un manque de capital, mais sont souvent motivées par d'autres facteurs tels que l'accès au marché ou les exigences réglementaires. La délocalisation de la propriété intellectuelle devrait également être un phénomène marginal. Les deux sont peu attrayants, notamment pour des raisons fiscales. Si une entreprise transfère son siège ou vend des valeurs immatérielles telles que des brevets ou des droits de marque à l'étranger, elle doit déclarer ses réserves latentes. Il s'agit de plus-values qui n'étaient pas imposées jusqu'à présent et qui le seront par la suite.<sup>7</sup>

Bien entendu, il existe aussi des formes plus subtiles de prise d'influence. Les investisseurs principaux américains auraient par exemple tendance à imposer une nouvelle structure de holding aux entreprises. Résultat : les futurs tours de financement passent par le marché américain. Cela peut toutefois être intéressant pour les entreprises. Elles bénéficient d'une meilleure évaluation, ce qui est décisif pour une éventuelle sortie. Et il n'est pas nécessaire de déménager le siège social : l'expansion du marché peut tout aussi bien être réalisée par la création d'une filiale, d'autant plus que les investisseurs américains ne subissent aucun désavantage en cas de participation à une société anonyme suisse.

#### 4. Pourquoi l'Etat ne peut pas investir du capital-risque ?

Jusqu'à présent, l'analyse suggère que les perspectives du marché suisse du capital-risque sont prometteuses. La Confédération devrait-elle

néanmoins intervenir en accordant des subventions ?

##### 4.1 Pas de défaillance du marché, pas de nécessité d'intervention de l'Etat

D'un point de vue économique, la réponse est claire : non. Il n'est pas nécessaire que l'Etat intervienne, car il n'y a pas de défaillance du marché sur le marché suisse du capital-risque. C'est également la conclusion à laquelle est parvenue une étude mandatée par le Conseil fédéral il y a quelques années (Braun-Dubler et al. 2022).

En théorie, deux types de défaillances de marché peuvent être envisagées, susceptibles d'entraîner un sous-financement des start-ups :

– **Asymétrie d'information** : Au cours des premières phases de développement d'une start-up, il peut être difficile pour les investisseurs externes d'évaluer les chances de succès et le profil de risque des jeunes entreprises. Cela peut conduire à une dotation en capital insuffisante. Toutefois, à ce stade, le marché suisse du capital-risque fonctionne relativement bien : un réseau actif de «business angels», d'investisseurs en capital-risque spécialisés et de mesures de soutien existantes contribue à désamorcer les problèmes d'asymétrie d'information.<sup>8</sup>

– **Externalités (positives)** : Le sous-financement pourrait également résulter du fait que les investisseurs privés ne tiennent pas pleinement compte des éventuels effets de débordement (spillover effects) positifs des innovations, c'est-à-dire qu'ils sous-estiment les avantages des start-ups en termes d'innovation pour d'autres entreprises et pour la société. Le cas échéant, de tels effets sont pertinents surtout dans les premières phases de développement. Pour les start-ups en phase de croissance, les conditions d'une défaillance du marché due à des effets externes sont peu réunies : certes, l'innovation continue, mais l'accent est de plus en plus mis sur la commercialisation, l'internationalisation et la mise à l'échelle des produits ou services déjà développés. Les effets positifs de ces mesures reviennent tous

aux investisseurs privés, raison pour laquelle rien ne plaide ici en faveur d'un sous-investissement social.

#### 4.2 Ce que font les autres pays – et ce que la Suisse peut en retenir

Malgré les réserves économiques, le soutien de l'Etat au capital-risque est un thème politique récurrent et il est également très apprécié, surtout dans les autres pays européens. De nombreux gouvernements ont massivement augmenté leur engagement sur le marché du capital-risque au cours des 20 dernières années. Selon l'OCDE (2025), les investissements publics en capital-risque dans les Etats membres de l'UE ont presque été multipliés par six entre 2007 et 2023. Aujourd'hui, selon les pays, 15 à 35 % des fonds de capital-risque européens proviennent de sources publiques. Il convient de noter que c'est précisément dans deux pôles majeurs de start-up, les Etats-Unis et Israël, que le marché se passe pratiquement de financement public en fonds propres. Ces pays misent plutôt sur des subventions à fonds perdus dans les phases d'amorçage et préliminaire.<sup>9</sup>

#### Formes de financement public en fonds propres

Le capital-risque soutenu par l'Etat prend généralement l'une des deux formes suivantes :

**01\_Directe:** Les fonds publics de capital-risque investissent directement dans les entreprises. Les fonctionnaires jouent le rôle de gestionnaires de fonds. En tant que gestionnaires de fonds spécialisés (general partners), ils prennent les décisions d'investissement, souvent en collaboration avec des co-investisseurs privés.

**02\_Indirecte:** Les fonds de fonds publics («Funds of Funds») investissent dans des fonds de capital-risque privés et agissent principalement en tant que bailleurs de fonds (limited partners; voir encadré 1). Les décisions d'investissement sont prises par les acteurs privés, tandis que l'Etat exerce une influence par le biais de directives.

Selon l'OCDE (2025), les investissements indirects ont récemment augmenté, en particulier en Europe pour financer les entreprises en croissance. Dans les grands pays comme l'Allemagne ou la France, les investissements directs continuent toutefois de jouer un rôle central.

#### Des investissements directs au bilan peu reluisant

Outre les craintes liées à l'exode des start-ups, les importants investissements réalisés dans d'autres pays européens sont l'une des principales raisons pour lesquelles une partie de la classe politique locale sympathise avec le capital-risque soutenu par l'Etat (pour la phase de croissance). On estime que le marché suisse du capital-risque présente un «désavantage concurrentiel» (Gapany 2023).

En fait, c'est le contraire qui devrait être vrai, car les expériences étrangères devraient inciter à la prudence. Ainsi, dans aucun pays européen où l'Etat est devenu de plus en plus actif en tant que fournisseur de capital-risque, les investissements en capital-risque ne sont aujourd'hui nettement plus élevés qu'en Suisse. On peut donc se demander si la mise à disposition de capital (propre) par l'Etat contribue réellement à une augmentation du volume global.

#### 4.3 Quand l'Etat investit sans garantie de résultats probants

Les effets d'éviction (crowding-out) constituent une explication possible : les programmes publics peuvent pousser les capitaux privés hors du marché et réduire ainsi le montant total des investissements en capital-risque (Cumming & MacIntosh 2006). En outre, des études montrent que les investissements exclusivement publics financent souvent des projets moins performants, tandis que les meilleurs projets sont portés par le secteur privé (Bai et al. 2021).

Même là où aucun effet d'éviction n'est démontré, le bilan des investissements directs de l'Etat reste faible. Les fonds publics obtiennent de moins bons résultats que les fonds privés, tant du point de vue de la performance des en-

treprises (Brandner et al. 2015) que des effets sur l'ensemble de l'économie. Ils sont associés à des impulsions plus faibles en matière d'innovation et d'emploi (Grilli & Murtinu 2014). Trois raisons expliquent ce phénomène :

- 01\_ Les fonctionnaires ne peuvent assumer que de manière très limitée le rôle d'investisseur actif des gestionnaires de fonds spécialisés privés. En ce qui concerne le soutien opérationnel et stratégique, les gestionnaires de fonds privés ont une longueur d'avance sur leurs homologues publics.
- 02\_ Les fonds publics disposent de plus faibles incitations sur le marché et leur processus de sélection est biaisé. Comme leurs gestionnaires ne participent pas à la performance, ils ne sont pas incités à faire preuve de diligence raisonnable et à gérer activement leur portefeuille.
- 03\_ Les prescriptions politiques telles que les quotas régionaux, la promotion de certains secteurs ou objectifs politiques limitent la sélection. Ainsi, ce ne sont pas les entreprises à la croissance la plus forte qui sont financées, mais celles qui correspondent au schéma politique. Cela réduit l'impact économique global, car les start-ups s'orientent alors davantage vers les directives de l'Etat et non plus vers le plus grand potentiel d'innovation.

### **Les investissements indirects sont également guidés par la politique**

Les fonds publics qui investissent de manière indirecte s'en sortent mieux. Selon Köppl et al. (2025), ils se traduisent par une meilleure performance des entreprises en portefeuille. Ce n'est pas tant parce que le capital-risque public permet davantage de tours de financement ou augmente la probabilité de sortie, mais plutôt parce que l'Etat investit dans des fonds privés disposant des meilleurs réseaux, c'est-à-dire des fonds disposant d'un solide réseau et d'un accès à des start-ups plus attrayantes. De cette manière, les fonds publics profitent de leur sélection. L'Etat agit ici comme un bailleur de fonds

(limited partner) typique. Il n'a pas d'influence sur les transactions individuelles et ne contribue pas directement au succès des jeunes entreprises.

Néanmoins, des conflits d'objectifs sont également possibles dans le cas d'investissements indirects. Les fonds publics sont généralement liés à des objectifs politiques, tels que la protection du climat, des critères de diversité ou des restrictions géographiques (OECD 2025). Des programmes tels que l'European Tech Champions Initiative sont également liés à des secteurs et des phases de développement spécifiques. De tels cadres peuvent influencer indirectement l'allocation du capital en orientant les investisseurs dans certaines directions et en accordant moins d'attention à d'autres domaines potentiellement plus rentables.

Cela peut également avoir un impact sur les décisions des start-ups : elles s'orientent davantage vers les priorités d'investissement des fonds définis par la politique et peuvent négliger des domaines prometteurs qui se situent en dehors de ces priorités politiques.

Par conséquent, même si le soutien est indirect, il existe un risque que les objectifs politiques faussent l'allocation du capital. Des restrictions géographiques, des quotas ou des priorités thématiques en matière d'aide peuvent empêcher de financer les meilleurs fonds et donc les entreprises à la croissance la plus forte.

### **Discutable du point de vue de la promotion de la place économique**

Il serait irréaliste de supposer que le financement public des fonds propres en Suisse puisse se passer de telles directives politiques. Le fonds d'innovation discuté en 2023, qui a finalement échoué, était déjà expressément axé sur la décarbonisation et la numérisation (Bundesrat 2022). Par ailleurs, les expériences européennes le montrent : les institutions une fois créées sont rarement supprimées. Les réformes ultérieures entraînent généralement une extension de leurs tâches et de leurs moyens ainsi que de leur superstructure réglementaire. Le capi-

tal-risque étatique est donc lié aux risques typiques de la politique de soutien public. Non seulement l'utilité pour l'écosystème de l'innovation et des start-ups est limitée, mais des effets contre-productifs menacent à plus ou moins long terme.

## 5. Conclusion: renforcer la politique d'innovation suisse existante

Un marché du capital-risque développé est d'une grande importance pour une économie très avancée. Bien que le marché suisse soit encore en phase de développement, on ne peut pas parler d'un manque de capital-risque. Cela constitue déjà un argument contre toute intervention de l'Etat. De plus, les expériences menées à l'étranger montrent que les éventuelles interventions de l'Etat sont même souvent contre-productives. Que signifie cette analyse pour la politique suisse en matière d'innovation?

Les paragraphes suivants présenteront trois mesures jugées essentielles pour la compétitivité de l'écosystème des start-ups.

### 1. Renforcer la base de connaissances: assurer le financement de la recherche de haut niveau et utiliser les moyens de manière ciblée

Au lieu de diriger les fonds publics vers le marché du capital-risque existant, la politique devrait s'en tenir aux priorités actuelles de sa politique de recherche et d'innovation et les développer en douceur. Comme jusqu'à présent, il convient de concentrer les fonds publics principalement sur la formation, la recherche fondamentale et le transfert de connaissances et de technologies. Ces investissements créent de vastes gains de savoir, de technologie et de capital humain, qui profitent aux entreprises, favorisent l'émergence de start-ups et produisent ainsi des retombées importantes sur la société (Akcigit et al. 2021).

C'est précisément dans un contexte mondial de plus en plus incertain que le financement des établissements d'enseignement supérieur

et des instituts de recherche à un niveau élevé reste la stratégie la plus prometteuse en matière de politique d'innovation. Les revenus de l'enseignement et de la recherche proviennent en premier lieu de la proximité géographique des hautes écoles. Il est donc judicieux pour la Suisse d'investir dans ses propres capacités.

Ces investissements devraient être orientés vers le **maintien de la position de pointe internationale en matière de dépenses pour la recherche fondamentale**. Avec actuellement près de 0,9 % du PIB, aucun autre pays de l'OCDE n'investit autant dans la recherche fondamentale (Schmid & Reggiani 2025). Environ deux tiers de ces fonds sont financés par les pouvoirs publics, ce qui est également inédit. Parallèlement, compte tenu de l'environnement géopolitique de plus en plus exigeant et des finances publiques limitées, il est essentiel d'utiliser les ressources de manière ciblée. En ce qui concerne l'écosystème des start-ups, cela signifie que la recherche fondamentale dans les domaines **Mint** (mathématiques, informatique, sciences naturelles et techniques) et les **sciences de la vie** (biologie, médecine) doit continuer à être **soutenue en priorité**. De nombreuses innovations reposent sur des avancées dans ces disciplines, et les diplômés de ces domaines jouent un rôle central dans l'émergence de start-ups orientées vers la technologie et à forte croissance (p. ex. Sá et al. 2025).<sup>10</sup>

### 2. Alléger les charges des start-ups: limiter la charge fiscale et les coûts salariaux

Ces dernières années, la Suisse a amélioré les conditions-cadres pour l'innovation, notamment dans le domaine fiscal.<sup>11</sup> Deux mesures restent toutefois importantes:

– **Supprimer le droit de timbre:** Le droit de timbre d'émission de 1% sur le capital propre renchérit les augmentations de capital et freine notamment les tours de financement importants. Sa suppression est attendue depuis longtemps. Si cela est jugé politiquement irréalistique, par exemple parce que les

électeurs ont voté contre en 2022, un compromis consisterait à abaisser le taux d'imposition. L'importance du droit de timbre d'émission pour les recettes globales diminue depuis des années. En conséquence, les arguments fiscaux sont également peu valables d'un point de vue politique.

**– Maintenir les coûts salariaux annexes à un niveau stable:** Les coûts du travail en Suisse comptent déjà parmi les plus élevés au monde. Des charges supplémentaires dues à de nouvelles cotisations salariales, par exemple pour financer des projets de politique sociale tels que des subventions pour les crèches ou la suppression du plafonnement des rentes nuisent à l'attractivité de la place économique. La 13<sup>e</sup> rente AVS étant décidée, il s'agit de tenir compte des coûts salariaux lors du financement et d'éviter de nouvelles ponctions.

### **3. Créer une marge de manœuvre pour les start-ups: attirer les talents, assouplir les règles**

Pour renforcer la position de la Suisse en matière d'innovation, il faudrait exploiter plus systématiquement le réservoir mondial de talents. Aujourd'hui déjà, près de la moitié des fondateurs de start-ups viennent de l'étranger, la plupart d'entre eux de pays européens. Cependant, plus une start-up a du succès, plus la part des fondateurs issus de pays tiers est élevée. Cela montre que ce groupe recèle un potentiel d'innovation considérable.

Pour les start-ups, les obstacles du système de contingents sont toutefois élevés. Les fondateurs doivent par exemple prouver que leur projet est dans l'intérêt de l'ensemble de l'économie, et le recrutement de collaborateurs qualifiés est également fortement limité. Ces contraintes bureaucratiques entravent les créations d'entreprises et freinent la croissance des jeunes entreprises. Plus précisément, trois adaptations s'imposent (voir aussi Leisibach 2023) :

**– Faciliter l'accès au marché du travail:** Jusqu'à présent, les diplômés des hautes écoles suisses issus de pays tiers se heurtent à de nombreux obstacles pour entrer sur le marché du travail local. Cette pratique d'admission restrictive a un effet contre-productif dans la concurrence internationale pour les talents. Certes, le Conseil fédéral va prochainement soumettre au Parlement un projet qui devrait apporter des améliorations, mais des éléments problématiques subsistent. Il s'agit notamment du délai de recherche d'emploi limité à six mois ou de critères d'admission peu clairs comme la preuve d'un intérêt scientifique ou économique global. De telles exigences compliquent le recrutement de personnel qualifié, notamment pour les start-ups, et devraient être corrigées dans le cadre du processus parlementaire.

**– Introduire des visas pour les start-ups:** Les obstacles du système de contingents restent élevés, même pour les start-ups. La Suisse se prive ainsi d'opportunités. Certes, elle est considérée depuis des années comme un lieu attractif pour les talents, mais elle devrait davantage signaler aux fondateurs potentiels que les idées, les innovations et l'esprit entrepreneurial sont les bienvenus dans notre pays. Un droit de séjour spécial pour les fondateurs et les collaborateurs qualifiés de pays tiers, lié à quelques critères faciles à vérifier, pourrait combler cette lacune.

**– Moderniser la loi sur le travail:** La loi sur le travail actuelle date de l'ère industrielle. Des directives rigides sur les temps de travail et de repos ainsi que des obligations détaillées de saisie du temps ne conviennent plus à une économie numérisée et à forte intensité de connaissances. Elles sont synonymes de bureaucratie et de restrictions inutiles, en particulier pour les grandes start-ups. Il faut ici une modernisation avec des modèles de temps de travail plus flexibles et une obligation de saisie réduite.

## Annexe 1: Comment nous calculons le taux de délocalisation des start-ups suisses

Pour nos calculs, nous prenons en compte toutes les start-ups créées en Suisse entre 2013 et 2021 et qui ont réussi au moins un tour de financement, soit 2054 entreprises au total. Le Swiss Venture Capital Report (éditions 2014–2023) constitue la base de données. Sur la base des inscriptions au registre du commerce, des sites internet des entreprises, des données Crunchbase, des communiqués de presse et des profils LinkedIn, nous avons vérifié si ces entreprises avaient transféré leur siège social à l'étranger jusqu'en juillet 2025. Sur cette base, 5,2 % de toutes les start-ups ont déménagé.

L'approche s'inspire de Weik et al. (2024). Les auteurs déterminent le taux de départ jusqu'en 2021 pour environ 11 000 start-ups de 17 pays européens qui ont été financées par du capital-risque entre 2000 et 2014. Les chercheurs ont ainsi pu démontrer une corrélation statistique, et non un effet causal, entre l'investissement étranger principal et la probabilité d'une délocalisation ultérieure du siège. Toutefois, les résultats sont fortement influencés par les secteurs à faible attachement au site et à fort potentiel de changement d'échelle, comme les services informatiques et les logiciels. Pour la Suisse, Weik et al. (2024) calculent un taux de délocalisation de 6 % et se situent donc légèrement au-dessus de nos estimations. Cette différence s'explique probablement par la période étudiée, qui n'est pas exactement la même.

### Notes de fin

- 1 Les hautes écoles suisses font également très bonne figure en ce qui concerne les start-ups sans dépôt de brevet. Ainsi, l'EPFZ, l'HSG, l'Université de Zurich et l'EPFL occupent respectivement les 1<sup>er</sup>, 3<sup>e</sup>, 6<sup>e</sup> et 7<sup>e</sup> rangs parmi les DACH (Allemagne, Autriche, Suisse) (Lemanczyk et al. 2025).
- 2 Dans l'ensemble de l'économie américaine, les entreprises financées par du capital-risque sont plus innovantes. Selon Ando (2024), l'intensité de la R&D des entreprises financées par du capital-risque – mesurée par les dépenses de R&D par rapport au chiffre d'affaires – est supérieure de 14 % à celle des entreprises non financées par du capital-risque. Cette différence diminue avec l'âge de l'entreprise.
- 3 Les bailleurs de fonds qui prenaient des risques élevés existaient bien entendu déjà au 19<sup>e</sup> et au début du 20<sup>e</sup> siècle. Cependant, les jeunes entreprises dépendaient alors bien plus de leurs fonds propres, de leurs réseaux familiaux ou de mécènes fortunés. Ainsi, Charles Brown et Walter Boveri, les fondateurs de l'actuelle ABB, ont financé leur entreprise grâce au soutien familial et local de l'industrie argovienne. Le secteur moderne du capital-risque a institutionalisé cette forme de financement des phases préliminaires : il a permis pour la première fois à des investisseurs peu enclins à prendre des risques d'accéder à des innovations potentiellement révolutionnaires grâce à la diversification et à la gestion professionnelle des risques d'investissement.
- 4 Si l'on rapporte le volume de capital-risque national à la population, le résultat est plus favorable pour la Suisse. Avec environ 320 dollars américains par habitant, elle se place au quatrième rang international. Si l'on considère les chiffres par habitant, Singapour arrive clairement en tête, devant les Etats-Unis et Israël.
- 5 Dans la plupart des cas, la coopération avec des investisseurs en capital-risque étrangers est dans l'intérêt même de l'entreprise. En effet, le capital-risqueur approprié agit également comme un signal pour les autres investisseurs que le modèle d'entreprise est prometteur et facilite ainsi la recherche d'autres sources de financement.
- 6 Parallèlement, les fonds de capital-risque comptent parmi les placements les plus rentables. Aux Etats-Unis, ils ont obtenu un rendement net moyen d'environ 16 % par an au cours des trois dernières décennies (Harris et al. 2023), tandis qu'en Europe, les derniers millésimes de fonds se situent à un niveau comparable, avec près de 19 % (Invest Europe 2025).
- 7 Concrètement, les autorités fiscales traitent un transfert de siège ou d'administration comme si l'entreprise était dissoute (Brülsauer et al. 2022). De ce fait, toutes les plus-values cachées jusqu'à présent ainsi que la plus-value créée par l'entreprise elle-même doivent être révélées et imposées. Si une entreprise vend des biens immatériels à une autre société, que ce soit en Suisse ou à l'étranger, le bénéfice qui en résulte est également traité et imposé comme la mise en évidence de réserves latentes (Oesterhelt et al. 2022).
- 8 D'une manière générale, on peut se demander si le capital étalement est en mesure de résoudre d'éventuelles asymétries d'information. Il n'y a aucune raison pour que les investisseurs publics disposent de meilleures informations que les investisseurs privés. Au contraire, la participation de capitaux publics peut entraîner des obligations de divulgation plus strictes en matière de diligence raisonnable et donc des coûts supplémentaires.
- 9 Alors que les marchés du capital-risque aux Etats-Unis et en Israël sont pratiquement dépourvus de participation de l'Etat aux fonds propres, l'aide basée sur des subventions lors de la phase préliminaire est relativement importante. Elle est soutenue à la fois par des programmes publics tels que les programmes ARPA (advanced research project agencies), dont l'institution la plus connue est la Defense-ARPA, et par des initiatives privées. Selon Crunchbase, les subventions représentaient en moyenne 0,09 % du PIB aux Etats-Unis et 0,03 % en Israël pour la période 2020–2024, soit un niveau supérieur à celui de la plupart des pays européens (UE-27 : 0,021 %). En Suisse, les subventions de l'Etat sont principalement versées par Innosuisse sous forme de contributions à des projets et de coaching. Il existe également des programmes cantonaux (p.ex. FIT Vaud) ainsi que des initiatives privées comme Venture Kick. Le volume s'élève à environ 0,021 % du PIB.
- 10 En Suisse aussi, il semble exister un lien étroit entre les personnes issues des filières Mint et l'activité entrepreneuriale : environ 90 % des spin-offs actives de l'EPFZ sont issues des filières Mint (EPFZ 2025). Une étude menée à long terme de la cohorte des fondateurs suisses 1996/1997 conclut en outre que quatre caractéristiques des fondateurs favorisent la performance d'innovation d'une jeune entreprise : la formation universitaire, la combinaison de connaissances techniques et commerciales, l'expérience en R&D et la motivation à réaliser ses propres idées (Arvantis 2020).
- 11 Grâce à la réforme de l'imposition des participations de collaborateurs, les conditions fiscales en Suisse sont devenues nettement plus favorables aux investisseurs et aux collaborateurs. L'introduction en 2021 de la règle dite des cinq ans a notamment contribué à une plus grande sécurité juridique : si une option de collaborateur est détenue pendant plus de cinq ans, le bénéfice réalisé au-delà de l'approche initiale reste exonéré d'impôt. Cette mesure a considérablement atténué le problème très répandu des «dry-income» : la situation dans laquelle les collaborateurs devaient payer des impôts sur les bénéfices comptables sans pouvoir les financer par un afflux réel d'argent.

## Bibliographie

- Akcigit, Ufuk, Emin Dinlersoz, Jeremy Greenwood, & Veronika Penciakova. 2022. Synergizing Ventures. *Journal of Economic Dynamics and Control*. <https://doi.org/10.1016/j.jedc.2022.104427>.
- Akcigit, Ufuk, Douglas Hanley, & Nicolas Serrano-Velarde. 2021. Back to Basics: Basic Research Spillovers, Innovation Policy, and Growth. *The Review of Economic Studies*. <https://doi.org/10.1093/restud/rdaa061>.
- Ando, Yoshiki. 2024. Dynamics of High-Growth Young Firms and the Role of Venture Capitalists. CES Working Paper Series. U.S. Census Bureau, Center for Economic Studies. <https://www.census.gov/library/working-papers/2025/adrm/CES-WP-25-38.html>.
- Arvantis, Spyros. 2020. Neugründungen von Unternehmen in der Schweiz: Was Wissen wir darüber? KOF Analysen, 2020(1). <https://doi.org/10.3929/ethz-b-000407002>.
- Bai, Jessica, Shai Bernstein, Abhishek Dev, & Josh Lerner. 2021. The Dance Between Government and Private Investors: Public Entrepreneurial Finance around the Globe. National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w28744>.
- Bernstein, Shai, Xavier Giroud, & Richard R. Townsend. 2016. The Impact of Venture Capital Monitoring. *The Journal of Finance*. <https://doi.org/10.1111/jofi.12370>.
- Bertoni, Fabio, Massimo G. Colombo, & Luca Grilli. 2011. Venture capital financing and the growth of high-tech start-ups: Disentangling treatment from selection effects. *Research Policy*. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2011.03.008>.
- Botsari, Antonia, & Frank Lang. 2024. EIF VC Survey 2024: Market Sentiment. European Investment Fund (EIF). [https://www.eif.org/news\\_centre/publications/eif-vc-survey-2024-market-sentiment.pdf](https://www.eif.org/news_centre/publications/eif-vc-survey-2024-market-sentiment.pdf).
- Brander, James A., Qianqian Du, & Thomas Hellmann. 2015. The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence. *Review of Finance*. <https://doi.org/10.1093/rof/rfu009>.
- Braun-Dubler, Nils, Tabea Kaderli, Florian Roth, & Thomas Birrer. 2022. Prüfauftrag zur Einführung eines Schweizer Innovationsfonds. Institut für Wirtschaftsstudien Basel, Hochschule Luzern. <https://www.newsd.admin.ch/newsd/message/attachments/72184.pdf>.
- Brülisauer, Peter, Raoul Stocker, & Patrick Schmid. 2022. Art. 61bDBG N1. In Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer, 4th ed. Zweifel/Beusch.
- Bundesrat. 2021. Investitionen in innovative Technologien: Neue Anlagekategorie für Pensionskassen. Communiqué de presse du 17 novembre 2021. <https://www.news.admin.ch/de/nsb?id=85876>.
- Bundesrat. 2022. Bundesrat trifft Richtungsentscheid für einen Schweizer Innovationsfonds. Communiqué de presse du 22 juin 2022. <https://www.news.admin.ch/de/nsb?id=89406>.
- Chemmanur, Thomas J., Karthik Krishnan, & Debarshi K. Nandy. 2011. How Does Venture Capital Financing Improve Efficiency in Private Firms? A Look Beneath the Surface. *The Review of Financial Studies*. <https://doi.org/10.1093/rfs/hbr096>.
- Conti, Annamaria, & Jorge A. Guzman. 2023. What Is the US Comparative Advantage in Entrepreneurship? Evidence from Israeli Migration to the United States. *Review of Economics and Statistics*. [https://doi.org/10.1162/rest\\_a\\_01068](https://doi.org/10.1162/rest_a_01068).
- Cumming, Douglas J., & Jeffrey G. MacIntosh. 2006. Crowding out Private Equity: Canadian Evidence. *Journal of Business Venturing*. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2005.06.002>.
- Engel, Dirk, & Max Keilbach. 2007. Firm-Level Implications of Early Stage Venture Capital Investment – An Empirical Investigation. *Journal of Empirical Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2006.03.004>.
- ETHZ. 2025. ETH Zurich Spin-off Report 2024. ETH Zürich, Vice Presidency for Knowledge Transfer and Corporate Relations. <https://ethz.ch/content/dam/ethz/main/industry/entrepreneurship/ETH-spin-offs/dokumente/ETH%20Spin-off%20Report%202024.pdf>.
- Gapany, Johanna. 2023. Motion 23.3845: Schaffung eines Innovationsfonds. Schweizerische Bundesversammlung. <https://www.parlament.ch/de/ratsbetrieb/suche-curia-vista/geschaefte?AffairId=20233845>.
- Gompers, Paul A., Will Gornall, Steven N. Kaplan, & Ilya A. Strebulaev. 2020. How Do Venture Capitalists Make Decisions? *Journal of Financial Economics*. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.011>.
- Gornall, Will, & Ilya A. Strebulaev. 2021. The Economic Impact of Venture Capital: Evidence from Public Companies. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2681841>.
- Graber, Konrad. 2013. Motion 13.4184: Langfristanlagen von Pensionskassen in zukunftsträchtige Technologien und Schaffung eines Zukunftsfonds Schweiz. Motion. Schweizerische Bundesversammlung. <https://www.parlament.ch/de/ratsbetrieb/suche-curia-vista/geschaefte?AffairId=20134184>.
- Grilli, Luca, & Samuele Murtinu. 2014. Government, Venture Capital and the Growth of European High-Tech Entrepreneurial Firms. *Research Policy*. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2014.04.002>.
- Harris, Robert S., Tim Jenkinson, Steven N. Kaplan, & Ruediger Stucke. 2023. Has Persistence Persisted in Private Equity? Evidence from Buyout and Venture Capital Funds. *Journal of Corporate Finance* 81: 102361. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2023.102361>.
- Invest Europe. 2025. Annual Activity Statistics. <https://www.investeurope.eu/research/activity-data/>
- Kaplan, Steven N., & Josh Lerner. 2016. Venture capital data: Opportunities and challenges. Measuring entrepreneurial businesses: Current knowledge and challenges. [https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/17-012\\_10de1f93-30e4-4a98-858c-4137556ec037.pdf](https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/17-012_10de1f93-30e4-4a98-858c-4137556ec037.pdf).
- Köppel, Stefan, Monika Köppel-Turyna, & Dimitris Christopoulos. 2025. The Performance of Government-Backed Venture Capital Investments. *Research Policy*. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2025.105270>.
- Kortum, Samuel, & Josh Lerner. 2000. Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation. *The RAND Journal of Economics*. <https://www.jstor.org/stable/2696354>.
- Kyora, Stefan, Michael Rockinger, & Benjamin Klavins. 2024. Startup Radar. JNB Journalistenbüro GmbH. [https://www.startupicker.ch/assets/files/attachments/JNB\\_StartupRadar24\\_komplett\\_web.pdf](https://www.startupicker.ch/assets/files/attachments/JNB_StartupRadar24_komplett_web.pdf).
- Leisibach, Patrick, Patrick Schnell, & Laurenz Grabher. 2023. Grenzenlos innovativ: Die Bedeutung der Erwerbsmigration für den Innovationsstandort Schweiz. Avenir Suisse. <https://avvenir-suisse.ch/publication/grenzenlos-innovativ/>
- Lemanczyk, Philipp, Isabel Tretow, Theresa Treffer, Isabell Welpe, Florian von Wangenheim, & Johann Füller. 2025. Entrepreneurial Impact of Academic Institutions 2025 – DACH-Ranking. Chair for Strategy and Organization (TUM). <https://www.entrepreneurshipranking.com>.
- Lerner, Josh, & Ramana Nanda. 2023. Chapter 2 – Venture capital and innovation. *Handbook of the Economics of Corporate Finance*. <https://doi.org/10.1016/bs.beef.2023.02.002>.
- Ménière, Yann, Joana Guerra Boavida Ferreira, Victor Arribas Martinez, et al. 2024. The Role of European Universities in Patenting and Innovation. <https://link.epo.org/web/publications/studies/en-the-role-of-european-universities-in-patenting-and-innovation.pdf>.

## Bibliographie (suite)

- OECD. 2025. Benchmarking Government Support for Venture Capital: A Comparative Analysis. OECD SME and Entrepreneurship Papers. <https://doi.org/10.1787/81e53985-en>.
- Oesterhelt, Stefan, Marco Mühlemann, & Michael Bertschinger. 2022. Art. 58 DBG N 230–231. In Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer, 4. Auflage. Zweifel/Beusch.
- Sá, Creso, Summer Cowley, & Aisha Husain. 2025. Who Becomes an Entrepreneur after University? Evidence from Canada. PLOS ONE 20. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0308949>.
- Samila, Sampa, & Olav Sorenson. 2011. Venture Capital, Entrepreneurship, and Economic Growth. The Review of Economics and Statistics. [https://doi.org/10.1162/REST\\_a\\_00066](https://doi.org/10.1162/REST_a_00066).
- Schmid, Lukas, & Noa Reggiani. 2025. Gefährdet das Sparpaket des Bundes den Forschungs- und Innovationsstandort? Avenir Suisse. <https://avenir-suisse.ch/blog/gefaehrdet-das-sarpaket-des-bundes-den-forschungs-und-innovationsstandort/>
- Schöchli, Hansueli. 2023a. Der Bundesrat bremst Parmelin: Vorerst kein grünes Licht zum staatlichen Innovationsfonds für Jungfirmen Neue Zürcher Zeitung (Zürich), 11 janvier. <https://www.nzz.ch/wirtschaft/der-bundesrat-bremst-parmelin-vorerst-kein-grunes-licht-zum-staatlichen-innovationsfonds-fuer-jungfirmen-ld.1720735>.
- Schöchli, Hansueli. 2023b. Schweizer Pensionskassen investieren zum Ärger der Politik trotz verlockenden Renditeversprechen kaum in Anlagefonds für Jungfirmen – ist das klug oder dumm? Neue Zürcher Zeitung (Zürich), 12 février. <https://www.nzz.ch/wirtschaft/schweizer-pensionskassen-investieren-zum-aerger-der-politik-trotz-verlockender-renditeversprechen-kaum-in-anlagefonds-fuer-jungfirmen-ist-das-klug-oder-dumm-ld.1725317>.
- Shi, Yuan, Olav Sorenson, & David M. Waguespack. 2024. The New Argonauts: The International Migration of Venture-Backed Companies. Strategic Management Journal. <https://doi.org/10.1002/smj.3591>.
- Sørensen, Morten. 2007. How Smart Is Smart Money? A Two-Sided Matching Model of Venture Capital. The Journal of Finance. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2007.01291.x>
- Swisscanto. 2025. Schweizer Pensionskassenstudie 2025: Fokus: Performance und Perspektiven der 2. Säule. Zürcher Kantonalbank. [https://www.swisscanto.com/media/swc/dokumente/pensionskassenstudien/pk-studie-2025/Pensionskassenstudie2025\\_DE.pdf](https://www.swisscanto.com/media/swc/dokumente/pensionskassenstudien/pk-studie-2025/Pensionskassenstudie2025_DE.pdf).
- Weik, Stefan, Ann-Kristin Achleitner, & Reiner Braun. 2024. Venture Capital and the International Relocation of Startups. Research Policy. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2024.105031>.

## Remerciements

L'auteur remercie le professeur Reto Föllmi et Guy Petignat, membres de la Commission des programmes d'Avenir Suisse, pour leur relecture externe. Merci également à Patrick Leisibach pour sa relecture. Les entretiens avec divers experts du secteur ont également permis d'approfondir la compréhension et d'enrichir le contenu de l'étude. La responsabilité du contenu de cette publication incombe uniquement aux auteurs et au directeur d'Avenir Suisse, Jürg Müller.

Auteurs	Lukas Schmid, Noa Reggiani
Traduction	Kenza Vionnet
Relecture	Antoine Duquet
Conception	Ernie Ernst
Editeur	Avenir Suisse, Zurich
ISSN	2813-8481
Télécharger	<a href="https://avenir-suisse.ch/fr/publication/capital-risque-etatique/">avenir-suisse.ch/fr/publication/capital-risque-etatique/</a>

avenir suisse



Cette œuvre est protégée par le droit d'auteur. Avenir Suisse étant intéressé à la diffusion des idées présentées ici, l'utilisation par des tiers des conclusions, des données et des graphiques de cette œuvre est expressément souhaitée à condition que la source soit indiquée de façon précise et bien visible et que les dispositions légales en matière de droits d'auteur soient respectées.