

Où sont les banques ? Le Venture Capital ne construira pas notre souveraineté.

Le cas Hugging Face ne raconte pas seulement l'histoire d'une entreprise française devenue américaine. Il révèle un système de financement qui pousse nos entrepreneurs à vendre, nos investisseurs à sortir, nos médias à confondre valorisation et réussite, et nos responsables politiques à célébrer des « champions » qu'ils n'ont jamais appris à conserver.

On peut financer un immeuble sur vingt ans. Une voiture peut être achetée en leasing. Un patrimoine immobilier permet de lever du crédit considérable.

Mais essayez d'expliquer à une banque que votre actif est une équipe de mathématiciens, dix années de recherche et quelques millions de lignes de code.

Soudain, l'argent disparaît.

Et lorsqu'une entreprise technologique européenne veut malgré tout grandir, elle finit presque mécaniquement dans les bras du capital-risque.

C'est ici que commence le problème.

Un drapeau n'est pas une table de capitalisation

Le cas Hugging Face est fascinant parce qu'il concentre presque toutes nos contradictions.

Trois Français créent une société en 2016. Une équipe importante se développe à Paris. L'entreprise devient l'une des infrastructures essentielles de l'intelligence artificielle ouverte. La presse française l'adopte naturellement comme l'un de ses grands succès technologiques.

Puis il suffit de regarder les documents.

Les conditions générales du service sont conclues avec Hugging Face, Inc., une corporation du Delaware. Elles sont soumises au droit de l'État de New York et prévoient la compétence des tribunaux new-yorkais. (huggingface.co)

La société française existe bien. C'est aujourd'hui une SASU parisienne au capital social de 10 000 euros. Son président est la société Hugging Face américaine. (pappers.fr)

Le financement raconte la même histoire.

En 2019, Lux Capital mène une Série A de 15 millions de dollars, avec notamment A.Capital et Betaworks. (luxcapital.com)

En 2021, Addition mène une Série B de 40 millions, avec Lux, A.Capital et Betaworks. (TechCrunch)

En 2022, Lux mène à nouveau une Série C de 100 millions, avec Sequoia, Coatue, Addition et plusieurs autres investisseurs, à une valorisation annoncée de deux milliards de dollars. (luxcapital.com)

En 2023, Hugging Face lève encore 235 millions de dollars à une valorisation de 4,5 milliards, auprès notamment de Salesforce, Google, Amazon, Nvidia, Intel, AMD, Qualcomm et IBM. (TechCrunch)

Le tableau de capitalisation complet n'est pas public. Il serait donc malhonnête d'inventer les pourcentages que nous ne connaissons pas.

Mais ce que nous savons suffit.

C'est tout le problème de notre définition du mot « champion ».

La nationalité d'un fondateur n'est pas la nationalité d'un actif

Au moment où j'écris ces lignes, la transaction avec Nvidia demeure rapportée par la presse et non officiellement finalisée. Business Insider évoque des discussions portant sur plus de 13 milliards de dollars et précise qu'aucun accord définitif n'est encore conclu. D'autres publications font état d'un prix d'environ 12,9 milliards. Le conditionnel est donc indispensable. (Business Insider)

Mais que la vente se fasse demain, dans six mois ou jamais ne change presque rien à la question de fond.

À quel moment cette entreprise était-elle réellement française autrement que par la nationalité de ses fondateurs, une partie de ses salariés et l'imaginaire que nous avons construit autour d'elle ?

Le venture capital a colonisé notre définition de la réussite

Il faut ensuite avoir le courage de regarder le venture capital pour ce qu'il est.

Un fonds de capital-risque n'est pas une institution philanthropique chargée de construire la société de demain. Il collecte de l'argent, constitue un portefeuille, prend des risques très élevés et doit rendre à ses souscripteurs beaucoup plus de capital qu'il n'en a reçu.

Pour y parvenir, il doit sortir. C'est son métier.

Qu'il soit américain, français, allemand ou italien ne change fondamentalement rien à cette équation.

Un VC européen avec un horizon de dix ans, un carried interest et une obligation de liquidité ne devient pas du capital souverain simplement parce que son bureau se trouve à Paris.

Le problème n'est donc pas que le venture capital existe.

Le problème est qu'il a progressivement colonisé notre définition de l'entrepreneuriat

Nous avons fini par croire qu'une entreprise réussit lorsqu'elle lève. Puis lorsqu'elle relève. Puis lorsqu'elle obtient le statut de licorne. Puis lorsqu'elle atteint dix milliards de valorisation. Enfin lorsqu'elle se vend.

À aucun moment de cette liturgie moderne on ne demande sérieusement si elle sera encore indépendante dans trente ans.

Et cette architecture financière finit inévitablement par produire une architecture morale.

Tout devient susceptible d'être transformé en valeur financière.

Le talent.

La recherche.

La propriété intellectuelle.

Les données.

Les communautés.

L'open source.

La réputation d'une université.

Les infrastructures publiques.

L'idée de souveraineté elle-même.

Un mot généreux devient une stratégie de marque. Une communauté devient un « moat ».

L'open source devient un canal de distribution. La souveraineté devient un argument commercial.

Puis arrive la liquidité.

Et ce qui était présenté comme un projet de société redevient ce qu'il était juridiquement depuis le début : un actif appartenant à ses actionnaires.

Voilà pourquoi je considère que le modèle dominant du capital-risque, lorsqu'il cesse d'être un outil parmi d'autres pour devenir l'architecture centrale de notre économie technologique, est profondément nocif.

Il organise une économie où une quantité immense de ressources collectives participe à la création de valeur, tandis que la valeur financière terminale se concentre entre un nombre extrêmement réduit de détenteurs de titres.

Nous formons les ingénieurs.

Nous finançons les universités.

Nous entretenons les infrastructures.

Des milliers de développeurs contribuent parfois gratuitement à des écosystèmes open source.

Les salariés acceptent des années d'incertitude.

Les États subventionnent la recherche et accordent des crédits d'impôt.

Puis quelques personnes détiennent les actions au moment où l'actif vaut plusieurs milliards.

On peut trouver cela légal.

On peut même trouver cela économiquement efficace.

Mais cessons au moins de prétendre que c'est neutre quant au modèle de société que nous construisons.

Et les fondateurs ne sont pas innocents non plus

Mais il serait trop confortable de tout mettre sur le dos des

fonds.

Une structure d'incitations explique un comportement. Elle ne l'excuse pas.

Les fondateurs ne sont pas des enfants prisonniers de leurs term sheets.

Ils choisissent leurs investisseurs. Ils négocient leurs pactes. Ils siègent aux conseils d'administration. Ils communiquent. Ils encaissent. Ils vendent.

Et lorsqu'un entrepreneur utilise pendant des années des notions comme la communauté, l'ouverture, l'indépendance, l'Europe ou la souveraineté pour construire son entreprise, ces mots créent aussi une responsabilité.

Hugging Face écrivait elle-même en 2022 vouloir contribuer à une intelligence artificielle fondée sur « open source, open science, ethics and collaboration ». C'est une ambition admirable. (huggingface.co)

Si demain une opération devait transférer le contrôle de cette infrastructure à l'un des acteurs industriels les plus puissants de la planète, les fondateurs auraient parfaitement le droit de l'accepter.

Mais nous aurions également parfaitement le droit de dire ce que ce choix signifie.

Le droit de vendre n'emporte pas le droit d'appeler la vente une victoire collective.

Il y a une différence entre créer une fortune et créer une institution.

Il y a une différence entre construire une entreprise pour la vendre et construire une entreprise que l'on veut transmettre à la génération suivante.

Les deux sont légitimes.

Mais ne leur attribuons pas la même valeur sociale.

Et surtout, n'habillons pas systématiquement le premier modèle avec le vocabulaire du second.

Lorsque des fondateurs mobilisent sincèrement des idéaux, ils doivent accepter d'être jugés à leur aune au moment où ces idéaux coûtent réellement quelque chose.

La conviction qui ne survit qu'aux décisions sans coût n'est pas une conviction très exigeante.

Les médias ont également une responsabilité

Il faut également regarder la façon dont nous fabriquons nos héros économiques.

Je ne parlerais pas de médias « corrompus ». L'insulte permet trop facilement d'éviter le débat.

Le problème est peut-être plus banal et, à certains égards, plus inquiétant : la fascination.

Une levée de 100 millions devient une preuve de réussite.

Une valorisation d'un milliard devient un titre.

Trois fondateurs français suffisent à fabriquer un champion français.

Nous avons progressivement remplacé le journalisme industriel par le commentaire de tours de table.

Pourtant les questions essentielles sont extraordinairement simples.

Quelle société possède la propriété intellectuelle ?

Dans quelle juridiction se trouve-t-elle ?

Où se trouvera la valeur en cas de vente ?

Ce n'est pas du patriotisme économique.

C'est de la comptabilité.

Un journaliste économique qui célèbre une valorisation sans demander qui possède l'actif renonce à une partie de son métier.

Et le pouvoir politique reproduit exactement le même travers.

On photographie les fondateurs.

On célèbre la « French Tech ».

On compte les licornes comme autrefois on comptait les hauts-fourneaux.

Puis, lorsque le contrôle part à l'étranger, on découvre soudain qu'il s'agissait d'un actif stratégique.

Mais un actif ne devient pas stratégique le jour où quelqu'un souhaite l'acheter.

Il l'était probablement avant.

Alors, encore une fois : où sont les banques ?

C'est ici que l'on revient à la question centrale.

La première objection est connue : « Une banque ne peut pas financer ce type d'actif.

La réglementation prudentielle l'interdit. »

Ce n'est pas tout à fait exact.

La réglementation impose évidemment aux banques de mesurer le risque, de disposer de capital et de gérer correctement leurs expositions. Les directives de l'Autorité bancaire européenne exigent une analyse rigoureuse de la solvabilité, du business model, des flux financiers et des projections. Le collatéral

intervient notamment pour les crédits garantis, mais il ne remplace pas à lui seul l'analyse de la capacité de remboursement. (eba.europa.eu)

Le problème est réel néanmoins.

Les actifs immatériels sont plus difficiles à valoriser, plus difficiles à saisir et plus difficiles à revendre. Un brevet très spécifique, un logiciel ou une technologie en développement peuvent perdre l'essentiel de leur valeur si l'équipe qui les a créés disparaît.

La BCE l'a elle-même documenté : plus une entreprise repose sur des actifs immatériels, plus les frictions de financement bancaire augmentent. Elle observe également que les garanties utilisées dans le crédit bancaire restent massivement dominées par l'immobilier et les actifs financiers. (European Central Bank)

Mais voilà précisément ce que je refuse d'accepter comme une conclusion.

Cela doit être le début du problème à résoudre.

Depuis trente ans, la valeur de nos économies s'est déplacée des machines vers le logiciel, des usines vers la propriété intellectuelle, des actifs physiques vers la connaissance.

Et notre système financier continue de répondre :

« Revenez lorsque vous aurez un immeuble. »

Ce n'est plus seulement un problème bancaire.

C'est une absurdité civilisationnelle.

La réglementation n'est pas un alibi

Les banques ont raison lorsqu'elles disent qu'elles ne peuvent pas prendre le même risque qu'un fonds de venture capital.

Elles ont tort lorsqu'elles en concluent qu'elles ne peuvent rien faire.

Et les pouvoirs publics ont tort lorsqu'ils acceptent cette réponse depuis vingt ans.

La Banque européenne d'investissement a elle-même constaté que les exigences de collatéral et les conditions du crédit freinent l'investissement dans les actifs immatériels, et que les garanties publiques peuvent précisément réduire cette contrainte. (eib.org)

Des mécanismes commencent d'ailleurs à apparaître. En 2026, le groupe BEI et BNP Paribas ont par exemple étendu à 325 millions d'euros une garantie InvestEU destinée à faciliter le financement d'entreprises innovantes et de scale-ups européennes. (eib.org)

Il faut changer d'échelle.

Je ne propose pas qu'une banque prête 500 millions à trois étudiants possédant une présentation PowerPoint et une idée.

Le risque entrepreneurial initial appartient au capital.

Mais entre la seed et l'hypothèque sur un immeuble, il existe aujourd'hui un désert financier gigantesque.

Une entreprise qui possède des clients institutionnels, une technologie éprouvée et une propriété intellectuelle significative ne devrait pas être obligée de vendre 20 % de son capital chaque fois qu'elle souhaite investir cent millions.

Nous devons construire une véritable dette technologique européenne.

Des prêts de sept, dix ou douze ans.

Des différés adaptés aux cycles de recherche.

Des garanties publiques partielles qui absorbent la première tranche de pertes.

Du financement assis sur les contrats et les revenus récurrents.

Des mécanismes spécifiques de valorisation de la propriété intellectuelle.

Du leasing massif pour les infrastructures de calcul.

Des équipes bancaires composées de financiers, certes, mais également d'ingénieurs capables de comprendre ce qu'elles financent.

Et surtout, des banques qui acceptent à nouveau que leur métier ne consiste pas uniquement à financer ce qui possède déjà une valeur certaine.

Une banque utile à l'économie doit aussi savoir reconnaître ce qui est en train d'en acquérir une.

Remettre le capital-risque à sa place

Je ne veux donc pas supprimer le venture capital.

Je veux le remettre à sa place.

Qu'il finance ce qu'une banque ne peut raisonnablement financer : la rupture, l'incertitude absolue, l'expérimentation.

Mais cessons d'en faire le propriétaire naturel de toutes les entreprises technologiques que nous créons.

Car son objectif ultime restera la liquidité.

Ce n'est pas une insulte.

C'est sa fonction économique.

Et une civilisation qui confie exclusivement ses technologies

stratégiques à des structures financières conçues pour les revendre organise elle-même leur future cession.

Le capital-risque américain fait ce qu'on attend de lui.

Le capital-risque européen aussi.

Les fondateurs qui choisissent de maximiser leur patrimoine font un choix qui leur appartient.

Les banques qui préfèrent financer la pierre au code font elles aussi un choix.

Les politiques qui applaudissent chaque levée de fonds sans construire les instruments permettant aux entreprises de conserver leur indépendance font un choix.

Les médias qui qualifient de « champion français » toute entreprise ayant trois fondateurs français sans regarder son capital et sa gouvernance font également un choix.

Il faut arrêter de transformer une chaîne de décisions parfaitement identifiables en fatalité économique.

Si la vente de Hugging Face à Nvidia devait se confirmer, elle ne constituerait ni une trahison mystérieuse, ni une catastrophe tombée du ciel.

Elle serait l'aboutissement parfaitement logique du système que nous avons construit.

Et c'est précisément ce système qu'il faut changer.

Pas pour empêcher les entrepreneurs de s'enrichir.

Pas pour fermer nos frontières au capital américain.

Pas pour administrer politiquement chaque acquisition.

Mais pour donner enfin aux entrepreneurs européens une liberté qu'ils possèdent beaucoup moins qu'on ne le prétend :

la liberté de ne pas vendre.

Nous devons créer une économie dans laquelle construire pendant trente ans puisse être aussi rationnel financièrement que vendre après cinq.

Une économie dans laquelle le fondateur qui veut conserver le contrôle de sa technologie ne soit pas considéré comme un mauvais allocateur de capital.

Une économie dans laquelle nos banques sachent financer autre chose que ce qu'elles peuvent saisir demain matin.

Une économie dans laquelle l'argent serve aussi ceux qui veulent construire plutôt que ceux qui savent simplement sortir.

À défaut, nous continuerons à financer collectivement la formation des ingénieurs, la recherche, les infrastructures et les premiers écosystèmes. Puis nous appellerons « réussite française » la création de valeur et « loi du marché » son transfert.

Et nous recommencerons.

Une souveraineté qui n'existe qu'entre deux tours de table n'est pas une souveraineté. C'est du marketing.

Une nation qui sait financer ses murs mais pas son intelligence finit par garder les murs et vendre ce qui s'y invente.

Aldo Podestà, CEO de Giotto AI, lundi 31 août 2026