

## Propositions pour le renforcement de l'attractivité de la Place de Paris concernant la cotation des licornes françaises

*Bpifrance et CDC Croissance ont été missionnés en février 2021 par la gouvernance du Groupe Caisse des dépôts afin d'émettre des propositions visant à favoriser la cotation des licornes françaises sur Euronext Paris.*

*Vous voudrez bien trouver ci-après les propositions concernant l'écosystème financier de la Tech française.*

## SYNTHESE

A la suite des efforts constants des pouvoirs publics, ces vingt dernières années ont été marquées par un large développement de l'écosystème de financement du capital risque en France. Cette évolution a permis un essor considérable de sociétés technologiques dans un secteur qui a gagné en maturité avec des entrepreneurs plus aguerris. Aujourd'hui le segment clef des Small & Mid Caps (SMID) technologiques constitue un atout majeur pour l'économie française et sa croissance future. Bpifrance et la société de gestion (SGP) CDC Croissance ont été missionnées pour faire des propositions pour établir une capacité de cotation crédible pour les licornes françaises sur la Place de Paris.

Un enjeu critique dans l'accompagnement du développement des entreprises technologiques françaises consiste donc à les ancrer durablement dans le paysage financier français et européen. Cela suppose de renforcer structurellement l'attrait d'une cotation en Europe face à d'autres places (e.g. Outre-Atlantique) pour ces firmes, par ailleurs largement financées par des capitaux publics français.

Ce risque d'une exfiltration des licornes françaises est aujourd'hui avéré du fait de certaines faiblesses structurelles de la place parisienne pour la Tech qui sont :

- Le peu de fonds ciblant les valeurs technologiques présents à Paris, et pour des montants cumulés modestes ;
- Le niveau de couverture par la recherche financière très limité, voire en régression (problème accentué par MIFID 2) ;
- A date, la modestie de l'offre de sociétés technologiques cotées, celles-ci ayant souvent des tailles relativement petites, au regard des potentialités de l'économie française.

Pour faire évoluer cette situation, et permettre à la Place de Paris de gagner en attractivité de manière durable en Europe et plus largement au niveau international, quatre leviers ont été identifiés :

- L'offre, ce point étant susceptible en partie d'être réglé du fait du dynamisme du flux d'introductions en progression récente ;
- Le renforcement de l'attractivité d'Euronext Paris qui pâtit d'un historique plutôt décevant sur cette classe d'actifs ;
- La mobilisation accrue de ressources financières ;
- Le renforcement de l'analyse sur ce segment.

Concernant l'état de la Tech cotée sur la Place de Paris, celle-ci se révèle insuffisamment attractive, même si la situation tend plutôt à s'améliorer. Le segment des SMID tech cotées pâtit d'un historique compliqué fait des arrivées trop précoces sur le marché ayant souvent eu pour conséquence un désintérêt durable des investisseurs pour les entreprises et une perte de crédibilité à long terme de l'ensemble de l'écosystème boursier français sur ce segment.

La situation actuelle permet toutefois de considérer l'avenir avec un certain optimisme. Le fort développement du non coté permet en effet d'envisager une relance durable des introductions en bourse (une trentaine de startups avec un très bons profils peuvent prétendre à une IPO d'ici 2025). Ce processus devrait engendrer une amélioration de la liquidité et des bonnes performances du marché des valeurs Tech en Europe (même si la sous performance notoire du jeune indice Euronext Tech Croissance par rapport à ses homologues européens montre la fragilité relative du marché français des valeurs technologiques cotées). S'il est assez logique que certaines de ces startups puissent avoir intérêt à aller se coter au NASDAQ pour des raisons 'business' (e.g. génération de revenus essentiellement aux Etats-Unis), il est indispensable que pour la grande majorité des autres une offre alternative crédible de cotation existe à Paris dans un environnement européen structuré. Ce « momentum » requiert de la part des acteurs de l'écosystème français une action forte visant à l'ancrage sur le marché boursier domestique et européen des entreprises Tech françaises, avec tous les avantages associés (présence du siège social, renforcement de l'écosystème Tech français, emplois, R&D, etc.) : **cela constitue en effet un enjeu de souveraineté économique et financier majeur, au plan national ainsi qu'au niveau de l'Union européenne.**

Face à l'enjeu de développement de l'infrastructure de marché, il est proposé d'engager les actions suivantes :

1. La structuration d'un compartiment européen « Tech Premium » d'excellence homogène (ou une marque) sur Euronext NV

Ce compartiment Premium Tech serait dédié à l'ensemble des entreprises performantes du secteur technologiques, cotées sur les marchés nationaux constitutifs de la bourse paneuropéenne. Cela permettrait une différenciation nette avec le segment classique des Small & Mid Caps (SMID) avec une plus grande visibilité. Il offrirait aux émetteurs concernés un bouquet de services à forte valeur ajoutée par rapport aux titres boursiers traditionnels. L'intégration des entreprises concernées à ce compartiment Tech ferait l'objet d'un processus suffisamment sélectif pour attirer les meilleurs émetteurs et susciter l'intérêt des investisseurs européens et internationaux. Il reposerait sur le respect d'un certain nombre de critères techniques valorisants dont une capitalisation minimale (ex. 500 M€), un montant de placement minimum (ex. 70 M€), une offre de recherche ciblée...

La sélection des sociétés pouvant prétendre entrer dans ce compartiment Premium Tech, leur sortie éventuelle et le suivi des règles relatives à l'appartenance au compartiment seraient dévolus à un Comité d'experts indépendants qui serait garant de la qualité de ce processus. Ce segment pourrait s'accompagner de la création d'un indice associé qui jouerait le rôle de benchmark dans sa catégorie. Il permettrait ainsi de rassembler sous une appellation unique (« branding ») l'ensemble des valeurs technologiques sur Euronext NV en respectant son modèle fédéral qui combine le carnet d'ordre unique avec la décentralisation des places nationales de cotation.

2. D'instruire le développement d'une offre d'accompagnement aux entreprises françaises Tech candidates à la cotation, en lien avec Euronext Paris

Ante IPO, il est indispensable d'identifier le flux des entreprises françaises candidates qui se verraient proposer un soutien de qualité dans la phase préparatoire. Il pourrait être ainsi par exemple envisagé une collaboration plus étroite entre les équipes du Hub de Bpifrance et Euronext Paris. Cette collaboration pourrait s'exercer via le cadre du programme TechShare d'Euronext ou encore via le développement d'une offre d'accompagnement spécifique portée par Bpifrance pour les futures licornes (e.g. des programmes d'accélérateurs pour les sociétés d'une taille significative et proches d'une cotation).

Post IPO, la construction du programme d'accompagnement « Tech Premium » au bénéfice du compartiment premium susvisé sera clef. Des programmes d'accélérateurs spécifiques pourraient aussi être portés conjointement par Bpifrance et Euronext Paris pour les dirigeants de sociétés cotées.

3. De promouvoir une recherche de qualité sur ce segment Tech

La Place de Paris doit se positionner résolument sur le créneau des valeurs technologiques : il s'agit là d'un enjeu majeur pour la croissance future de l'économie française. Cela suppose le développement d'une activité de recherche Tech dédiée de grande qualité. L'existence d'une telle prestation constituera un point clef de la transparence du marché français des capitaux. Cette évolution permettrait en effet aux émetteurs et investisseurs de disposer pour les premiers d'une visibilité et pour les seconds d'une information fiable. Or depuis plusieurs années la recherche sur les SMID a connu une nette dégradation en raison d'un contexte hautement concurrentiel. Ce dernier a poussé à la concentration du secteur à réduire sensiblement la couverture de ces sociétés qui par nature requiert une plus grande ressource pour des espérances de rentabilité plus réduites (expertise technique pointue, faible liquidité, nécessité de passer beaucoup de temps pour collecter des informations auprès d'un management peu disponible...).

Pour pallier cette régression continue de leur couverture par les analystes les émetteurs concernés par cette désaffection ont dû passer des accords avec des brokers pour financer des analyses financières propres afin de conserver un niveau de visibilité minimale sur le marché. Cette recherche dite « sponsorisée » n'est pas certes exempte d'ambiguïté (en particulier l'indépendance), mais elle a le mérite d'exister et de maintenir un canal d'information vital avec les investisseurs.

Une forme d'encadrement de cette pratique s'avère néanmoins nécessaire pour permettre notamment que l'entreprise achetant ainsi de la recherche puisse en être totalement propriétaire, c'est-à-dire qu'elle ait la possibilité de définir les canaux de distribution de celle-ci. Elle pourrait ainsi librement la diffuser en ce compris sur des plateformes dédiées, notamment accessibles à des investisseurs internationaux (ainsi au-delà de la seule diffusion aux clients du broker ayant réalisé la recherche). Cela éviterait la multi-facturation de cette prestation.

L'Autorité des Marchés Financiers (AMF) devrait porter ce sujet de sorte que les émetteurs achetant de la recherche puissent pleinement bénéficier de l'option consistant à ne pas être intermédiés par le broker qui a émis cette analyse sponsorisée pour l'ensemble des services de « corporate access ». Cette évolution de nature réglementaire emporterait automatiquement une réflexion approfondie autour « du juste prix » de la prestation de recherche, le cas échéant non « packagée » avec de la prestation de courtage. Il semblerait dès lors pertinent que le régulateur se rapproche, au plan national de la DGCCRF, de l'Autorité de la Concurrence et de la DG Comp et Fisma de la Commission européenne pour conduire ces réflexions. L'objectif serait d'établir les bases stables d'un « business model » viable du micromarché de l'analyse financière, en particulier pour le domaine technologique qui requiert la mise en place de capacités expertes de haut niveau qu'il faut pouvoir rémunérer. Il y aurait là à développer seraient un facteur de compétitivité majeur pour la Place de Paris.

Par ailleurs, dans le cadre de la mise en place par Euronext NV du Compartiment Tech Premium susvisé, il pourrait être proposé parmi le bouquet de services associés, que les émetteurs, notamment français, concernés puissent bénéficier de ressources spécifiques pour encourager la réalisation d'analyses financières de qualité. Le financement de cette prestation sur le marché parisien pourrait être apporté dans un premier temps, et sur une base volontaire, par un pool dédié regroupant des acteurs de la place tels qu'Euronext Paris, des investisseurs publics (comme le groupe Caisse des dépôts) et plus largement par les dispositifs de place lancés ces derniers mois en faveur des PME (fonds agréés Tibi, Programme d'investissement CDC/FFA...), ainsi que des investisseurs institutionnels privés. Ce mécanisme combinant des contributions mixtes d'origine publique et privée permettrait de stimuler en France le développement de capacités de recherche significatives dans ce domaine de haute expertise. Dans une première phase, il pourrait bénéficier aux sociétés ayant une capitalisation inférieure à 1Md€, insuffisamment couvertes par les analystes et qui disposeraient d'un important potentiel de création de valeur.

4. D'encourager les banques et des fonds peu engagés sur ce segment à le réinvestir durablement

Sur le modèle d'un programme STAR porté par Borsa Italiana (confère supra), il pourrait être organisé à Paris des journées pour les investisseurs sur la thématique de la Tech Européenne. Cela permettrait notamment de faire des focus sectoriels, de présenter des pré-licornes et licornes prometteuses. Ces journées pourraient faire partie du « package » associé à l'appartenance au Compartiment Européen Premium Tech susvisé.

Face à l'enjeu majeur de mobilisation des dispositifs publics nationaux pour constituer sur le marché parisien un pool stable d'investisseurs, il est proposé :

5. D'accroître la mobilisation du groupe Caisse des dépôts face au flux d'entreprises susceptibles de se coter sur Euronext Paris au cours des deux prochaines années.

Un important besoin de financement de plusieurs milliards d'euros par an se dégage face à l'afflux de candidats aux IPO pour les prochaines années sur Euronext Paris. En outre se posera la question de la prise de relai des fonds de Capital Risque qui, post période de *lock-up*, seront amenés à céder leurs participations.

Cet afflux de candidats constitue une opportunité historique pour les investisseurs institutionnels français et notamment le Groupe Caisse des dépôts de participer à l'accompagnement d'un nombre important de nouvelles sociétés technologiques françaises ayant vocation à devenir des champions internationaux et pour certaines de rejoindre le CAC 40.

Face à ces enjeux, l'action de CDC Croissance et Bpifrance verra un renforcement dans sa coordination en vue de faire émerger une véritable culture d'investissement Tech commune au Groupe Caisse des dépôts. Cette meilleure articulation pourrait être structurée notamment autour des éléments suivants :

- Actions communes dans le domaine de l'accompagnement des entreprises candidates potentielles à une IPO (roadshows, etc.) ;
- Soutien à l'émergence et au développement des fonds de cross-over, dédiés aux sociétés Technologiques à haut potentiel, faisant la jonction entre les mondes du coté et du non coté, qui facilitent la réalisation des IPO ;
- Renforcement des moyens alloués par le Groupe Caisse des dépôts en soutien des entreprises Tech susceptibles de se coter d'ici les prochaines années.

Ce renforcement de l'action du groupe CDC permettrait d'envoyer un signal fort au marché et de contribuer à mieux fédérer les investisseurs institutionnels français autour du soutien à la Tech française. Cette mobilisation s'avère en effet critique. Pour parvenir à un tel résultat, il faudrait idéalement que les investisseurs français puissent détenir de l'ordre de 30% du capital de ces entreprises technologiques. A supposer que les fonds de capital-risque qui les auront accompagnées pré-IPO conservent environ 10% de leur capital les premières années, les institutionnels français devraient être en mesure de mobiliser le solde de 20%, ce qui paraît atteignable.

Il est fait l'hypothèse que le cumul des valorisations des entreprises Tech susceptibles d'aller se coter au cours des deux prochaines années, au moment de leur introduction, pourrait être d'environ 30 Md€. Ainsi, un engagement des investisseurs institutionnels français à hauteur de 20% du capital des firmes concernées reviendrait à investir environ 6 Md€ au cours des deux prochaines années.

Dans ce contexte et pour avoir l'effet d'entraînement escompté, le Groupe CDC accompagnera efficacement ce processus par la mobilisation de 600M€ par an au cours des prochaines années, de sorte à lui permettre de porter jusqu'à 1/5 de l'effort financier total.

Cette capacité financière sera mobilisée dès 2022.

## 6. D'inscrire l'action du Groupe CDC dans une perspective européenne

L'action du Groupe CDC dans le domaine du financement de la Tech française devrait, quant c'est possible, s'inscrire dans d'une perspective européenne en raison notamment du caractère multinational de la plateforme de marché Euronext NV. Une telle orientation impliquerait d'explorer plusieurs directions :

- Renforcement de la coopération globale entre les trois grands actionnaires publics de référence d'Euronext NV : CDC, CDP, SFPI qui partagent la caractéristique d'être des investisseurs de long terme ancrés dans l'économie réelle ;
- Création d'un cadre commun aux NPBI regroupés au sein de l'association European Long Term Investors (ELTI) et dédié aux valeurs technologiques pour échanger les bonnes pratiques et dialoguer avec les institutions européennes (y compris le groupe BEI/FEI) ;
- Elaboration d'outils de gestion partagés permettant l'émergence d'une culture d'investissement commune et d'un compartiment Tech attractif sur le marché européen des capitaux par exemple via le projet EISMID qui pourrait être reconfiguré en ce sens.

7. De structurer l'écosystème Tech français par un forum institutionnel des acteurs du non coté et du coté

La mise en place au sein du groupe CDC d'un pôle public cohérent dans le financement de la Tech française devrait être prolongé par l'établissement d'un forum institutionnel dédié englobant l'ensemble des acteurs du non coté et du coté Tech. Cette instance aurait un double rôle de représentation du secteur et de gestion d'une plateforme ouverte de services dédiée aux acteurs de la Tech. Ce dernier outil aurait notamment pour rôle de :

- Développer un cadre permanent de concertation entre acteurs du continuum avec pour objectif partagé l'embarquement des entreprises SMID de la Tech française vers Euronext Paris qui constitue un élément central de notre écosystème boursier national...

La filière financière des valeurs technologiques françaises va devoir s'organiser afin de disposer d'un cadre stable d'échange des bonnes pratiques, de collecte des données et plus généralement d'accompagnement des entreprises candidates à l'IPO. Pour faciliter ces tâches, il conviendrait de créer un support léger qui fonctionnerait dans l'esprit d'ouverture, de pragmatisme, de flexibilité et de créativité propre à l'univers de la Tech. Un tel forum agissant en mode « Task-Force » pourrait grouper de manière souple les associations professionnelles du secteur, les investisseurs, l'entreprise de marché, les instances de tutelle (Ministère de l'Economie, des Finances et de la Relance, AMF, France Invest, France Digital, Euronext Paris...).

- ... et de mettre en place d'une plateforme ouverte de services pour la promotion de la Tech françaises

En lien avec les dispositifs de place existants (Tibi/FFA-CDC), cette plateforme aurait pour objectif de créer les bases d'une offre française stable d'investissement ayant les caractéristiques suivantes :

- Porter une action de qualité systématique de sensibilisation et de formation des entrepreneurs ;
- Stimuler les dispositifs de recherche (les membres du forum pourraient ainsi être sollicités afin de financer la recherche bénéficiant aux entreprises du compartiment tech premium susvisé) ;
- Assurer un partage autour du « flux d'entreprises » allant à la cote (identification et accompagnement des prospects), information aux investisseurs ;
- Susciter des co-investissements entre les bailleurs institutionnels privés par exemple au sein des fonds « cross-over ». Cette démarche engloberait les process de financement dédiés (e.g. Tibi, Programme d'Investissement CDC/FFA).

## Sommaire

<b>1) Introduction</b> .....	9
<b>2) Situation actuelle du marché et perspectives</b> .....	10
a) Etat de la Tech cotée sur la Place de Paris .....	10
i) Une attractivité du segment des petites valeurs technologiques qui pâtit d'un historique compliqué.....	10
ii) Des cotations fréquentes d'entreprises françaises au NASDAQ reposant sur des motivations diverses.....	11
iii) Une évolution du marché plus favorable ces dernières années .....	12
b) Flux d'entreprises susceptibles de se coter à 3-4 ans... ..	15
c)... à comparer à une force de frappe potentiellement limitée .....	15
d) Comparaison de la compétitivité des environnements fiscaux / réglementaires dont bénéficient les places de Paris et d'Amsterdam .....	16
e) L'émergence d'un phénomène encore difficile à qualifier : les SPAC ('Special Purpose Acquisition Company') .....	16
<b>3) Infrastructures de marché : un Ecosystème de la Finance Tech à développer sur Euronext Paris</b> .....	17
a) La Tech sur Euronext Paris : un segment de marché à promouvoir .....	17
i) Constat : un historique plutôt chahuté et un enjeu de stimulation des programmes d'accompagnement portés par Euronext.....	17
ii) Recommandations afin de faire émerger un compartiment boursier Tech européen attractif .....	17
(1) Structurer un Compartiment européen « Tech Premium » homogène (ou une marque sur Euronext).....	18_Toc73380671
(2) Développer l'accompagnement (ante et post IPO).....	19
(a) Ante IPO, renforcer la collaboration entre Bpifrance et Euronext Paris .....	19
(b) Post IPO : Construire un programme d'accompagnement « Tech Premium » au bénéfice du compartiment premium susvisé.....	19
(c) Post IPO, envisager un Programme d'Accélération .....	19
b) Enjeu de promotion d'une recherche de qualité sur ce segment Tech.....	19
i) Constats.....	19
ii) Recommandations .....	23
c) Enjeu d'encourager les banques et des fonds peu engagés sur ce segment à le réinvestir .....	24
<b>4) Un enjeu majeur de mobilisation des dispositifs publics nationaux pour constituer sur le marché parisien un pool stable d'investisseurs sur cette thématique</b> .....	24

a) Accroître l’engagement du groupe Caisse des dépôts face au flux d’entreprises susceptibles de se coter sur Euronext Paris.....	24
b) Une action du Groupe CDC qui gagnerait à s’inscrire dans une perspective européenne dans la mesure du possible.....	25
c) Structurer l’écosystème Tech français par un forum institutionnel dédié.....	25
i) Développer une instance de concertation souple entre acteurs du continuum avec pour objectif d’englober la majorité des entreprises SMID de la tech française vers Euronext Paris qui constitue un élément central de l’écosystème boursier national. ....	26
ii) ... et mettre en place d’une plateforme ouverte de services pour la promotion de la Tech françaises .....	26
<b>5) Conclusion</b> .....	<b>26</b>



## 1) Introduction

A la suite des efforts constants des pouvoirs publics (en ce compris avec la création de Bpifrance), ces vingt dernières années ont été marquées par un large développement de l'écosystème de financement du capital risque en France. Cette évolution a permis un essor considérable de sociétés technologiques. Soutenu par cet accompagnement financier, l'écosystème des sociétés technologiques s'est résolument affirmé en France et a gagné en maturité avec des entrepreneurs plus aguerris.

Ces entreprises ont grandi, traversé « la vallée de la mort », et un nombre croissant d'entre elles se retrouvent aujourd'hui assez mûres pour envisager une introduction en bourse à un horizon proche. Elles peuvent prétendre raisonnablement à rejoindre le segment des valeurs cotées petites et moyennes Small & Mid Caps ('SMID') qui couvre les capitalisations jusqu'à 5 Md€.

Bpifrance, en tant que banque publique des PME françaises et CDC Croissance, société de gestion (SGP), filiale de la CDC, spécialisée dans les valeurs cotées petites et moyennes ont été missionnées par le groupe CDC pour réfléchir à une meilleure prise en compte des entreprises françaises de la Tech par la filière boursière.

Il existe en effet un « *deal flow* » désormais significatif de sociétés technologiques (licornes et pré-licornes) de qualité qui arrive avec un niveau de maturité plus adapté à la bourse que cela n'a été le cas par le passé. La France se situe dans une dynamique positive et plutôt encourageante : 80 levées de plus de 20M€ ont été réalisées en 2020 avec de prochains tours de financement qui devraient être compris entre 60 et 150 M€. Parmi ces entreprises, certaines seront candidates à une introduction en bourse. Il convient également de préciser que le nombre de sorties en bourse constaté en France en capital-risque encore trop demeure faible, ce qui ne fait que renforcer l'enjeu à travailler à l'amélioration de l'une de ces modalités de sortie.

Un enjeu critique dans l'accompagnement du développement de nos entreprises technologiques françaises consiste donc à les ancrer durablement dans le paysage financier français et européen. Cela suppose de renforcer l'attrait structurel d'une cotation en Europe face à d'autres places (e.g. Outre-Atlantique) pour ces firmes par ailleurs largement financées par des capitaux publics français.

Ce risque est aujourd'hui avéré du fait de certaines faiblesses structurelles de la place parisienne dans le secteur de la Tech pour trois raisons principales :

1. Peu de fonds ciblant les valeurs technologiques sont présents à Paris, et pour des montants totaux modestes ;
2. Le niveau de couverture par la recherche financière est très limité, voire en nette régression (ce problème n'ayant qu'été accentué par MIFID 2) ;
3. A date, l'offre de sociétés technologiques cotées demeure encore modeste, celles-ci ayant souvent des tailles relativement petites, particulièrement au regard de la taille de l'économie française.

Face à l'Europe, les Etats Unis par exemple, avec notamment le NASDAQ, disposent de bourses technologiques matures et performantes dotées de nombreux atouts. Celles-ci disposent en effet de meilleures valorisations financières, une plus grande liquidité liée à la présence d'investisseurs plus nombreux et plus importants s'intéressant à la Tech, une recherche technologique de qualité et des comparables cotés déjà présents. Le marché américain très développé et le « rêve américain » sont aussi des facteurs qui exercent encore une forte attraction sur bon nombre d'entrepreneurs attirés par la notoriété d'une entrée réussie sur le NASDAQ. Le marché des actions cotées de Paris intégré dans le modèle fédéral d'Euronext NV (ENX) n'apparaît pas suffisamment attractif pour constituer une alternative crédible.

Or l'ancrage sur le marché boursier domestique des licornes françaises, avec tous les avantages associés (présence du siège social, renforcement de l'écosystème tech français, emplois, R&D, etc.) constitue un enjeu majeur de souveraineté économique et financière à moyen terme tant sur le plan national qu'europpéen. C'est aussi un facteur clef de compétitivité pour notre pays. Il se justifie aussi par l'effort considérable de financement fourni à ces jeunes entreprises technologiques depuis des années par les dispositifs publics.

Par ailleurs, depuis une dizaine d'années, l'attractivité du segment des petites valeurs technologiques cotées sur le marché français a été souvent fragilisée par des introductions en bourse réalisées dans des conditions inappropriées.

Pour faire évoluer cette situation, et permettre à la place de Paris de gagner en attractivité, quatre leviers principaux ont été identifiés :

- L'offre, ce point étant susceptible en partie d'être réglé du fait du dynamisme du flux d'introductions prévisionnel ;
- Le renforcement de l'attractivité d'Euronext Paris qui pâtit d'un historique plutôt décevant sur cette classe d'actifs ;
- La mobilisation accrue de ressources financières ;
- Le renforcement de l'analyse financière sur ce segment critique qui requiert des capacités d'expertise très développées.

L'objectif de ce rapport vise à formuler des propositions visant à faciliter la cotation des entreprises de la Tech françaises, en particulier les futures licornes, sur la plateforme Euronext NV et plus particulièrement sur Euronext Paris pour éviter les fuites vers d'autres bourses réputées plus « technologiques ».

## 2) Situation actuelle du marché et perspectives

### a) Etat de la Tech cotée sur la Place de Paris

Pendant de nombreuses années, il n'a pas été possible de développer une attractivité suffisamment compétitive dans le domaine de la Tech, même si la situation tend à s'améliorer.

#### i) Une attractivité du segment des petites valeurs technologiques qui pâtit d'un historique compliqué

Tel que visée plus haut, l'attractivité du segment des petites valeurs technologiques cotées sur le marché français ces dernières années a été fragilisée par des introductions en bourse réalisées dans des conditions souvent inappropriées. Ces IPO intervenaient fréquemment trop tôt dans la vie de l'entreprise et à des niveaux de valorisations excessifs par rapport aux séquences de résultats réalisées par la suite. L'histoire boursière de ces titres a répercuté sur le long terme ces déceptions à répétition par rapport aux scénarii initialement présentés. Ces mauvaises expériences ont affecté la crédibilité des valorisations réalisées par les brokers. Ces expériences malheureuses ont fragilisé l'appétence des investisseurs pour participer aux IPO de ce type de valeur. Elles ont en effet conduit soit à une forte volatilité des cours boursiers, soit à leur effondrement durable en créant ainsi une désaffection pérenne de l'offre de capitaux qui a gravement nuit aux levées de fonds ultérieures destinées à nourrir la croissance des entreprises.

Il apparaît aujourd'hui nécessaire dans la perspective d'un futur compartiment Tech d'Euronext NV avec en particulier sur Euronext Paris une forte implication de l'écosystème de marché parisien, de tirer les conséquences de ces ratées, ainsi :

- Certaines sociétés sont arrivées à la cotation à des niveaux trop « Early Stage » avec des technologies non encore abouties, pas assez fiables, ou trop en avance sur leur marché. Ce handicap a notamment conduit à des délais importants dans le décollage de la phase de commercialisation ;
- D'autres, en plus d'avoir des produits non aboutis, sont mono-produit, conduisant à une histoire boursière binaire, se traduisant généralement par de multiples décalages dans le scénario de développement ;
- Par ailleurs certaines entreprises dont le parcours boursier avait mal commencé, ont souffert fréquemment d'une absence notable d'accompagnement post IPO de la part des banques et des brokers qui les avaient amenées à la cote. Ces derniers, une fois encaissées les commissions d'introduction, se sont désintéressés de leur sort.

Au-delà des nombreuses déceptions résultant du développement du/des produit(s), l'expérience montre généralement que la phase d'industrialisation, et surtout de commercialisation du (des) produit(s), constituent souvent des étapes à risque fort. Cela apparaît particulièrement dans le secteur Medtech/Biotech. Il y a là matière à réflexion pour aider les valeurs françaises du secteur à passer ce cap critique quitte à mutualiser leurs forces pour certaines.

Dans ce contexte de fragilité sectorielle, il est indispensable d'avoir en tête que l'arrivée trop précoce des entreprises sur le marché boursier engendre souvent un cercle vicieux à plusieurs niveaux :

- Les augmentations de capital nécessaires au développement se font alors dans des conditions défavorables pour l'entreprises en raison de cours de bourse très bas, mais aussi pour l'investisseur compte tenu des dilutions massives et répétitives qui finissent par le démobiliser ;
- Lorsque les fondamentaux de la société s'améliorent enfin, la perte de crédibilité du management et la défiance vis-à-vis de la société sont tels qu'il n'y a pas une nette reprise des cours de bourse, la société n'étant plus suivie par l'écosystème (abandon de la recherche sur la société par les brokers et donc disparition du radar des investisseurs qui ont été échaudés) ;
- Enfin la situation ainsi créée par des introductions prématurées engendre une perte de crédibilité à long terme de l'ensemble de l'écosystème boursier français avec une mise en doute de la crédibilité des « histoires » et des valorisations présentées au marché et, in fine, une défiance sur les opérations IPO.

La revitalisation du secteur des petites et moyennes valeurs technologiques françaises cotées sur le long terme passe donc par une plus grande attention portée par l'écosystème à la maturité des sociétés candidates à l'IPO, cela suppose entre autres une meilleure sélectivité à l'entrée et un accompagnement pérenne dans leur parcours boursier. Les récentes tentatives d'IPO démontrent, s'il en était besoin, la nécessité de faire appel au sens des responsabilités des acteurs de la Place pour que soient retenus pour les sociétés candidates à l'introduction des niveaux de valorisation réalistes afin d'éviter un renoncement de dernière minute, un décalage indéterminé ou un passage en force suivi d'un effondrement du cours. Il en va de la crédibilité de la Place sur sa filière Tech.

- ii) Des cotations fréquentes d'entreprises françaises au NASDAQ reposant sur des motivations diverses

Tel que repris dans le propos introductif, les décisions de cotation de sociétés françaises sur des places boursières extra-européenne concernent essentiellement le marché Nord-Américain (l'Asie demeure pour l'instant assez résiduelle dans ce processus) avec un quasi-monopole du NASDAQ. Elles sont en général prises pour différentes raisons :

- Le très fort attrait du marché américain

Cet attrait s'explique par plusieurs facteurs structurels au premier rang desquels l'attractivité très « pro-business » de l'écosystème la notoriété, l'expertise, la liquidité et parfois la volonté de se développer sur le marché intérieur US.

- L'intérêt d'une double cotation

La décision de cotation au NASDAQ peut également s'inscrire dans le cadre d'une double cotation qui permettra à la société l'accélération de son développement à l'international et l'élargissement de sa base de financements. La grande majorité des sociétés françaises cotées au NASDAQ, des biotech en l'espèce, le sont dans le cadre d'une double cotation réservée aux sociétés les plus prometteuses. C'est une spécificité française. Si cette double cotation sur Euronext et au NASDAQ est en soi un accomplissement, il convient toutefois qu'elle n'est pas exemple de difficultés, se coter au NASDAQ emportant des contraintes très fortes (juridiques, assurantielles...).

- Une logique purement financière

Enfin, dans un nombre limité d'autres cas, la décision n'est pas prise dans une logique opérationnelle, mais purement financière.

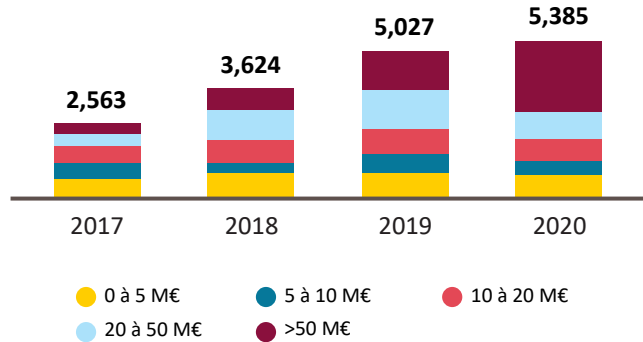
iii) Une évolution du marché plus favorable ces dernières années

○ **En amont : un fort développement du non coté**

En 2020, les startups françaises ont levé 5,4 Md€ via 620 opérations, soit une progression de +7% en valeur par rapport à 2019. Dans un contexte de crise sanitaire en début d'année et d'une année 2019 particulièrement bonne, cette croissance est très forte. Ces très bons résultats s'expliquent principalement par une explosion des tours supérieures à 50 M€ qui progressent de 88% en un an et atteignent 2,4 Md€ en 2020. En particulier, il y a eu, en 2020, 9 levées supérieures à 100 M€ contre 4 en 2019.

**Levées de fonds de start-up françaises (M€)**

**+7%**



La France passe ainsi devant l'Allemagne, (en valeur, et surtout en volume), mais demeure à ce stade derrière le Royaume Uni.

**Royaume-Uni**

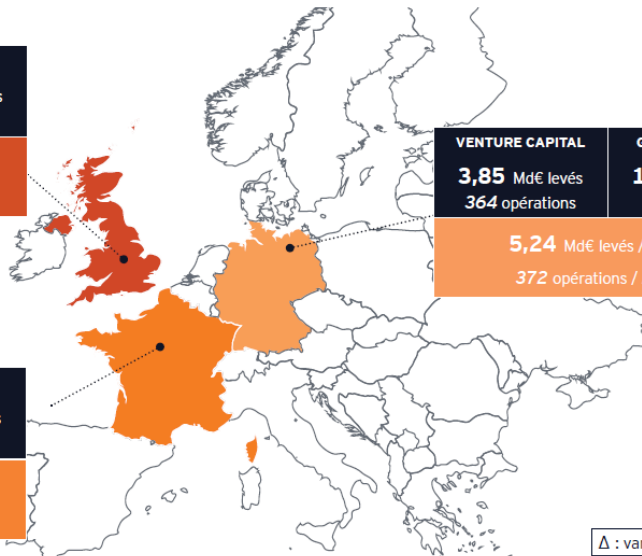
VENTURE CAPITAL	GROWTH EQUITY
8,19 Md€ levés 1 114 opérations	4,52 Md€ levés 22 opérations
12,71 Md€ levés / Δ +11% 1 136 opérations / Δ +12%	

**Allemagne**

VENTURE CAPITAL	GROWTH EQUITY
3,85 Md€ levés 364 opérations	1,40 Md€ levés 8 opérations
5,24 Md€ levés / Δ -14% 372 opérations / Δ -28%	

**France**

VENTURE CAPITAL	GROWTH EQUITY
3,71 Md€ levés 611 opérations	1,68 Md€ levés 9 opérations
5,39 Md€ levés / Δ +7% 620 opérations / Δ -16%	



Δ : variation 2020/2019

Source : baromètre EY du capital risque - Bilan annuel 2020

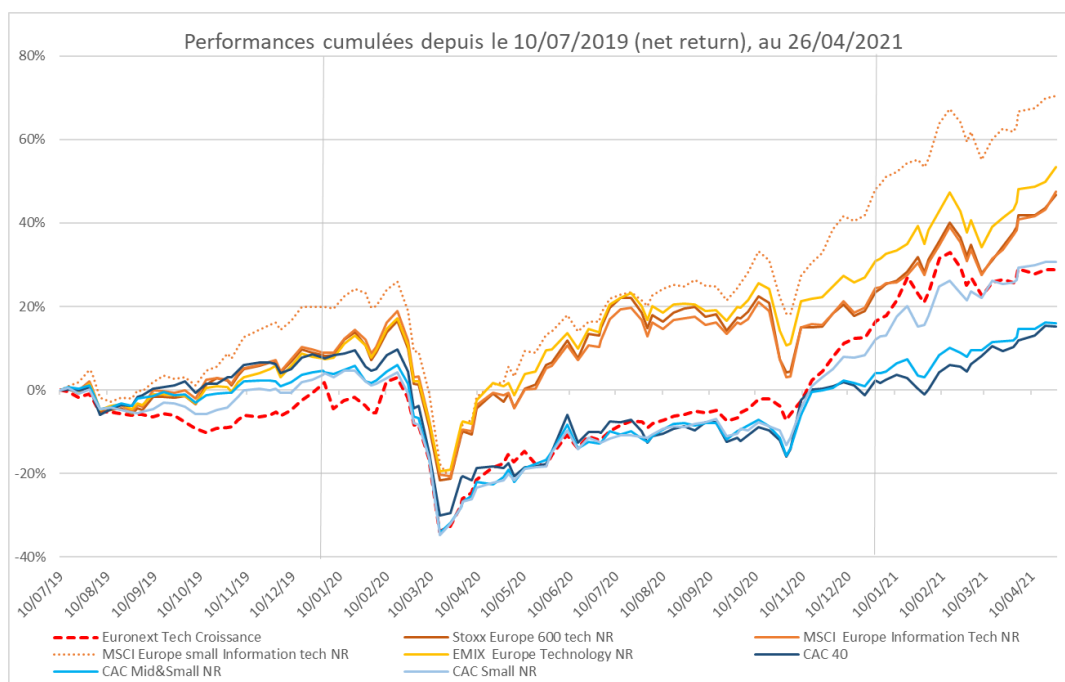
En 2020, Bpifrance a investi 463 M€ en direct dans 143 startups, en hausse de 48% par rapport à 2019. En ce qui concerne l'investissement en fonds de fonds, Bpifrance a souscrit un total de 1,2 Md€ dans 59 fonds partenaires en 2020 (dont 256 M€ dans des fonds tech), soit une hausse de 13% par rapport à 2019. Les nouvelles souscriptions réalisées par Bpifrance en 2020 permettront de soutenir jusqu'à 400 PME/ETI et 500 startups. Dans le prolongement du rapport Tibi, les investisseurs institutionnels français se sont engagés le 17 septembre 2019 à investir dans les trois prochaines années 6 Md€ en faveur du financement des entreprises technologiques au stade du « Growth » (à la fois cotées et non cotées). Sur le volet non coté, ces engagements se déploient via la souscription des investisseurs institutionnels dans des fonds proposant une stratégie « Late Stage / Growth », soit directement suite à leur qualification par les investisseurs, soit via le Fonds de Fonds Growth géré par Bpifrance doté de près de 400 M€.

- A la jonction du non coté et du coté, l'émergence de fonds 'cross-over'

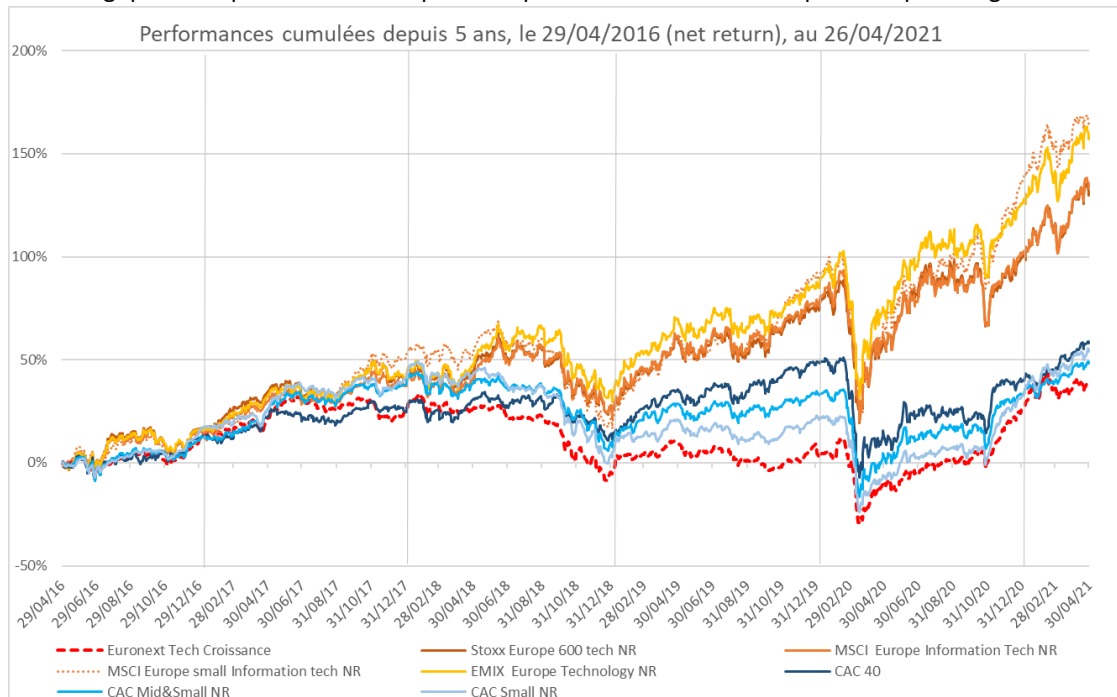
Il convient également de souligner l'émergence de nouveaux acteurs, à la croisée du capital investissement et du coté. Ces fonds sont issus de la culture du capital investissement, mais mobilisent en outre une expertise des marchés de la Tech. Ces fonds de capital investissement late stage / growth (cf. supra) peuvent ainsi également accompagner les entreprises de leurs portefeuilles qui souhaitent se coter sur ce chemin, et parfois au-delà (ex. en investissant post IPO). Les fonds de 'cross-over' expliquent une partie du succès des IPO au Nasdaq du fait de leurs engagements importants pris très en amont dans les opérations avec une position de « Cornerstone ». Ils permettent de faire la jonction entre les mondes du coté et du non coté. La mise en place de telles équipes repose notamment sur la capacité de ces équipes de gestion à attirer des professionnels polyvalents venant du non coté. Bpifrance a historiquement soutenu cette thèse, tant via son activité de fonds de fonds qu'en structurant son fonds Large Venture dès 2013. Néanmoins, la puissance combinée de ces fonds reste insuffisante pour le marché français.

- Des évolutions récentes par ailleurs plutôt favorables sur le segment des Tech cotées

La performance des indices technologiques européens a été très favorable depuis juillet 2019, date de la publication du rapport Tibi et sensiblement supérieure aux indices généralistes. Néanmoins, l'indice Euronext Tech Croissance représentatif des petites valeurs technologiques françaises cotées reste en retrait des autres indices européens, comme le montre le graphique ci-dessous.

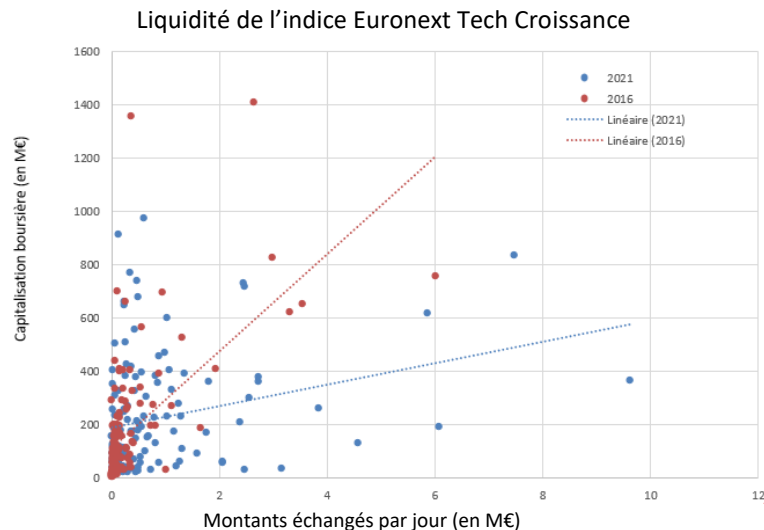


Ce phénomène de sous performance du nouvel indice Euronext Tech Croissance par rapport aux indices technologiques européens est encore plus marqué sur un horizon de comparaison plus long :



Au-delà des performances, les caractéristiques du marché des valeurs technologiques cotées montrent des signes sensibles d'amélioration avec une redynamisation des introductions en bourse : après plus d'une dizaine d'IPO en 2020, la tendance s'accélère avec plus d'une dizaine d'opérations réalisées au premier semestre 2021.

De plus, une amélioration de la liquidité de cet univers d'investissement a été observée entre 2016 et 2021.



La relance des introductions en bourse, l'amélioration de la liquidité et les bonnes performances sont des signaux encourageants. La situation reste néanmoins fragile et la sous performance notoire d'Euronext Tech Croissance par rapport aux indices technologiques européens montre la fragilité du marché français des valeurs technologiques cotées.

b) Flux d'entreprises susceptibles de se coter à 3-4 ans...

Il est estimé qu'une trentaine de startups françaises, pourraient être candidates à une introduction en bourse à l'horizon 2021 – 2025.

Un important besoin de financement de plusieurs milliards d'euros par an se dégage face à l'afflux de candidats aux IPO pour les prochaines années sur Euronext Paris.

Il convient de préciser qu'il est bien entendu que certaines de ces startups françaises ont plutôt vocation à se coter au NASDAQ pour des raisons très opérationnelles (e.g. les revenus seront majoritairement générés aux Etats-Unis, des comparables y sont présents...).

L'écosystème français présente aujourd'hui les caractéristiques d'un écosystème d'entreprises performantes. Le nombre de candidats potentiels à une entrée en bourse s'accroît, notamment du fait :

- D'un flux de sociétés technologiques (licornes et pré-licornes) de qualité qui arrive avec un niveau de maturité plus adapté à la bourse et qui tend à s'installer durablement comme une donnée de l'écosystème ;
- D'une abondance de capitaux : à titre illustratif, le nombre de startups passant du «Seed » à la série A en moins de 18 mois (présenté aux Etats Unis comme un possible marqueur des futures IPO) a-t-il fortement augmenté pour représenter 14% des startups françaises, soit davantage qu'au UK (9%). Parallèlement, la taille moyenne des tours de financement ne cesse de croître, par exemple les tours de série A doublant entre 2010 à 2018 ;
- D'un vivier de talents : les sociétés du Next40 comme du FT120 attirent de plus en plus de talents issus des grandes entreprises tech américaines. Des startups plus jeunes recrutent également de plus en plus de talents issus d'autres scale-ups françaises.

A noter qu'Euronext Paris enregistre plus généralement une augmentation des candidats à l'introduction en bourse en 2021. Cette accélération est particulièrement observée à Amsterdam et Paris et concerne de nombreuses entreprises de la Tech.

c) ... à comparer à une force de frappe potentiellement limitée

Le manque de statistiques limite la capacité d'avoir une vue précise de la force de frappe existante de l'investissement technologique sur les segments des sociétés cotées.

Néanmoins, concernant les sociétés de gestion régulées par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), les encours des fonds spécialisés sur le secteur technologique, toutes géographies confondues et gérés par des équipes européennes s'élèvent 9 Md€. En prenant l'hypothèse d'une pondération de 20% de l'Europe dans les fonds globaux, les encours des fonds spécialisés investis dans les valeurs technologiques européennes seraient de l'ordre de 3 Md€. Si la France représente 15% des valeurs technologiques cotées européennes, les encours des fonds Tech investis en France seraient de l'ordre de 450 M€.

Concernant les investisseurs institutionnels français, leurs placements sur les valeurs technologiques pourraient se situer autour de 3,4 Md€. Ce chiffre est évalué sur la base d'un montant total d'encours sous gestion représentant environ 3 000 Md€ en y appliquant les hypothèses suivantes : des investissements réalisés à 50% en Europe dont 10% sur les actions, la France représentant 15% du segment et les encours investis sur les secteurs technologiques pèseraient environ 15%.

Au total, les encours déjà investis en valeurs technologiques françaises pourraient, avec les hypothèses retenues ci-dessus, se situer à près de 4 Md€, il faudrait ajouter à cela la partie actions technologiques françaises des fonds de détail généralistes des sociétés de gestion. Ce montant, qui est un minorant en ce qu'il n'appréhende pas les investisseurs hors UE.

- d) Comparaison de la compétitivité des environnements fiscaux / réglementaires dont bénéficient les places de Paris et d'Amsterdam

Au-delà de la concurrence mondiale en matière de cotation des licornes, il faut aussi, et d'abord, prendre en compte celle qui existe en Europe entre le DBAG, le LSE, Euronext NV (ENX), voire les filiales nordiques du NASDAQ. Au sein même de la galaxie ENX, se déploie entre les marchés nationaux adhérents, une vive émulation pour attirer les jeunes valeurs technologiques et la Bourse d'Amsterdam fait la course en tête. Il convient d'examiner les atouts comparatifs de ce marché par rapport à Paris.

Les places de Paris et d'Amsterdam présentent plusieurs différences structurelles notables en matière de fiscalité et de réglementation susceptibles d'avoir un impact fort sur l'attraction d'entreprises Tech au profit des Pays-Bas. Pour ce qui relève de la fiscalité, la place d'Amsterdam bénéficie à date d'une taxation plus avantageuse, même s'il est constaté un mouvement tendanciel de convergence sur ce point. Le taux d'impôt sur les Sociétés (IS) s'établit ainsi à 25% aux Pays-Bas contre 26,5% actuellement en France (avec un objectif de 25% en 2022). La retenue à la source sur les dividendes s'élève à 15% dans le cas général, contre 30% en France. Enfin, de la même manière qu'en France, un dispositif d'incitation fiscale à la R&D existe aux Pays-Bas, « l'Innovation Bbox ». Il semblerait par ailleurs que la stabilité de son environnement fiscal soit un élément régulièrement mis en avant par les Pays-Bas.

Toutefois, les différences les plus notables relèvent de l'environnement réglementaire sur les points suivants :

- La plus grande flexibilité permise par le droit des sociétés néerlandais en termes de gouvernance avec la possibilité de créer différentes catégories d'action au regard des droits de vote (e.g. sans droit de vote, avec droit de vote multiple, contrairement à la loi française qui autorise seulement les actions à droit de vote double depuis la loi « Florange ») ;
- La possibilité de mettre en place une structure défensive de « Sticking » par laquelle une entité cotée peut offrir à une entité juridique indépendante une option d'achat d'actions préférentielles conférant jusqu'à 50% des droits de vote ;
- Le seuil, moins favorable aux actionnaires, à partir duquel il est possible de déposer des résolutions aux assemblées générales de 3 % du capital aux Pays-Bas contre 0,5% seulement en France ;
- Le minimum de 10% au bénéfice d'investisseurs « Retail » requis en France ;
- Le fait que le régulateur néerlandais AFM soit réputé plus pragmatique, appliquant notamment le principe du 'Comply or Explain', ce qui explique par exemple le nombre de SPAC actuellement en instruction localement ;
- Enfin il est à noter que la Place d'Amsterdam bénéficie d'une image nettement plus « Business Friendly » que celles de Paris avec un écosystème financier très compétitif, mais également neutre par rapport à Paris ou Francfort.

S'il convient de souligner que de nombreuses voix s'élèvent contre cette très grande flexibilité dans la gouvernance au motif d'une insuffisante protection des droits des actionnaires minoritaires, celle-ci semble être particulièrement appréciée pour se prémunir d'éventuelles attaques de fonds activistes.

- e) L'émergence d'un phénomène encore difficile à qualifier : les SPAC ('Special Purpose Acquisition Company')

Ces sociétés d'investissement sont à priori sans aucune activité opérationnelle avec une vocation purement financière. Leurs titres sont émis sur un marché boursier en vue seulement d'une acquisition ou d'une fusion future avec une société privée, ont vu leur nombre et leurs volumes levés significativement accélérés depuis 2020. Ainsi, les montants levés par les SPACs sur le 1<sup>er</sup> trimestre 2021 (100Md\$) ont déjà largement dépassé ceux de toute l'année 2020.



La majorité d'entre eux sont toujours en recherche de cible, préfigurant un afflux massif de capitaux vers les sociétés technologiques privées. A titre d'exemple, 140 Md\$ de SPACs levés depuis 2019 sont en cours de recherche d'une cible.

Le marché des SPACs est donc sous forte pression pour réaliser des acquisitions pour un univers limité de cibles. Son développement emporte donc une accélération du risque du nombre d'acquisition de sociétés européennes par des SPACs cotés aux Etats-Unis. A noter également qu'à l'échelle européenne, et non sans lien avec les éléments visés ci-dessus, de nombreux SPACs sont en train de se coter à Amsterdam. A ce titre l'irruption de cette pratique sur le marché français pourrait constituer une menace pour l'ancrage européen des licornes. Il est à noter que l'AMF déploie des efforts pour acclimater les SPAC sur la Place de Paris. Ils permettent de créer un lien entre les cultures du non coté et du coté.

### 3) Infrastructures de marché : un Ecosystème de la Finance Tech à développer sur Euronext Paris

a) La Tech sur Euronext Paris : un segment de marché à promouvoir

i) Constat : un historique plutôt chahuté et un enjeu de stimulation des programmes d'accompagnement portés par Euronext

Tel qu'évoqué plus haut ce segment souffre d'un historique plutôt chahuté (cf. section 2 a) i)).

Pour répondre à l'enjeu d'accompagnement des startups vers la bourse, Euronext NV a créé le programme TechShare offrant une formation au fonctionnement de la bourse. Il s'adresse prioritairement aux startups Tech ayant des besoins de financement significatifs et de fortes perspectives de croissance, et ayant réalisé un 2<sup>ème</sup> tour de table ou envisageant de lever 10 M€ dans les trois ans. Il est donc particulièrement ouvert. Pendant dix mois, les entrepreneurs accompagnés de leur CFO sont coachés sur les sujets de valorisation, « EquityStory », communication financière, gouvernance et trading. Des cabinets d'audit ou d'avocats peuvent aider les dirigeants à structurer leur société et la rendre conforme aux exigences des investisseurs potentiels. Entièrement gratuit, le programme a permis à plus de 400 startups issues de dix pays, de bénéficier d'un accompagnement personnalisé pour préparer une IPO. En France, quatre participants de TechShare ont déjà réalisé une introduction en bourse, atteignant une capitalisation boursière totale de 227 M€ lors de leur entrée sur le marché.

Ce programme de sensibilisation est intéressant dans son contenu. Toutefois, et malgré des débuts encourageants, il ne traite pas l'accompagnement spécifique pour des entreprises susceptibles de se coter à un horizon plus court et il est fait le constat que les montants levés par les participants au programme demeurent modestes.

**Se pose la question d'un programme spécifique pour les « scale-ups » potentiellement proches du stade de l'IPO.**

ii) Recommandations afin de faire émerger un compartiment boursier Tech européen attractif

Euronext NV doit rapidement offrir aux entreprises technologiques européennes et internationales une alternative de cotation locale crédible au NASDAQ. Cela passe en particulier par une plus grande visibilité des sociétés Tech cotées sur son marché qui doivent bénéficier d'un accompagnement attractif via un bouquet de services performants. Il s'agit de valoriser les firmes les plus performantes au sein d'une élite boursière attractive.

- (1) Structurer un Compartiment européen « Tech Premium » homogène (ou une marque sur Euronext).

Euronext NV qui constitue à la base une fédération de marchés boursiers nationaux partageant des fonctions supports communes (listing, clearing, corporate services, data...), dispose d'un fort potentiel de développement pour la cotation des entreprises technologiques de l'Union européenne (UE) et plus largement au niveau international. Sa récente fusion avec Borsa Italiana va sensiblement accroître la notoriété et l'infrastructure technique de la première « Bourse paneuropéenne sur le Cash Equity ».

Suite à divers échanges avec les responsables Listing d'Euronext NV, il apparaît cette opération pourrait offrir au nouvel ensemble boursier les compétences nécessaires pour développer une marque TECH spécifique inspirée du programme « Star » italien. Il est en effet envisagé de constituer dans le même esprit un compartiment Premium Tech dédié à l'ensemble des entreprises du secteur cotées sur les marchés nationaux constitutifs de la bourse paneuropéenne. Cela permettrait une différenciation nette avec le segment classique des Small & Mid Caps (SMID) avec une plus grande visibilité. Ce segment permettrait de distinguer une élite européenne des sociétés technologiques. Outre un label prestigieux, il offrirait aux émetteurs les plus performants et aux investisseurs un bouquet de services à forte valeur ajoutée par rapport aux valeurs boursières traditionnelles.

L'intégration des entreprises concernées à ce compartiment Tech Premium ferait l'objet d'un processus sélectif reposant sur le respect d'un certain nombre de critères techniques valorisants dont une capitalisation minimale (ex. 500 M€), un montant de placement minimum (ex. 70 M€), une offre de recherche ciblée...

Il est par ailleurs proposé que la sélection des entreprises pouvant prétendre entrer dans ce compartiment Premium Tech, leur éventuelle sortie et le suivi des règles relatives à l'appartenance à ce club soient dévolus à un Comité d'experts **indépendants qui serait garant de la qualité du processus.**

Ce segment pourrait s'accompagner de la création d'un indice associé qui pourrait devenir le benchmark de référence de la Tech coté européenne. Il permettrait ainsi de rassembler sous une appellation unique (« Branding ») l'ensemble des valeurs technologiques les plus performantes sur Euronext NV en respectant son modèle fédéral qui combine le carnet d'ordre unique avec la décentralisation des places nationales de cotation.

La Place de Paris gagnerait incontestablement à une telle évolution car elle constitue le premier marché de valeurs technologiques de la galaxie Euronext tant par le nombre que par la diversité sectorielle. Leur rehaussement au sein du Compartiment Tech Premium dont elles auraient le leadership bénéficierait d'abord aux sociétés déjà cotées qui profiteraient d'une liquidité accrue à terme en raison de l'arrivée de nouveaux investisseurs. En retour cette évolution inciterait les licornes françaises à envisager sérieusement une IPO sur Euronext Paris comme une alternative crédible au NASDAQ.

L'avantage d'une telle formule serait en premier lieu un accroissement très sensible de la visibilité internationale des valeurs Tech européenne de sorte à attirer les grands investisseurs internationaux. En retour elle permettrait de stimuler les IPO de valeurs technologiques européennes, mais aussi d'autres places, par exemple pour les entreprises issues de grands hubs Tech mondiaux, comme Israël. Il apparaît donc judicieux d'encourager ces projets qui pourraient bénéficier du soutien des trois grands actionnaires publics de référence d'Euronext : le groupe CDC pour la France, CDP en Italie et la SFPI en Belgique.

Les réflexions portées par Euronext Paris en lien avec la French Tech (confère. infra) nous semblent aller dans ce sens. Il semble toutefois indispensable que ce compartiment soit lancé d'ici la fin de l'année au vu du flux d'affaires identifié.

(2) Développer l'accompagnement (ante et post IPO)

(a) Ante IPO, renforcer la collaboration entre Bpifrance et Euronext Paris

Plusieurs axes de collaboration nous semblent pouvoir être instruits :

- (i) Dans le respect de la réglementation s'appliquant aux parties, animer un échange entre les « Scale-ups » à potentiel soutenues par Bpifrance et Euronext Paris.
- (ii) En amont d'une IPO, une collaboration plus étroite entre les équipes du Hub de Bpifrance et Euronext Paris, dans le cadre du programme TechShare, pourrait être envisagée.
- (iii) Déployer une offre d'accompagnement spécifique Bpifrance pour les futures licornes : des accélérateurs pourraient être mis en place pour les sociétés d'une taille significative (pré-licorne et licornes notamment) et proches d'une cotation.

(b) Post IPO : Construire un programme d'accompagnement « Tech Premium » au bénéfice du compartiment premium susvisé.

Ce programme, dont il devrait être commun à l'échelle d'ENX Europe, pourrait s'inspirer de celui développé par Borsa Italiana avec le programme STAR.

A noter qu'Euronext Paris est en train d'élaborer, en collaboration avec la French Tech, un nouveau label « French Tech Cotée » qui a vocation à apporter un bouquet de services supplémentaires à une sélection d'une vingtaine de sociétés tech cotées française qui répondent à des critères stricts : minimum de capitalisation de 200M€ et flottant minimum de 100M€. Les licornes qui seraient introduites en bourse pourraient naturellement rejoindre ce programme.

(c) Post IPO, envisager un Programme d'Accélération

Des Accélérateurs (programmes d'accompagnement sur mesure qui ont pour vocation de favoriser l'émergence de champions nationaux et internationaux) spécifiques pourraient être développés conjointement par Bpifrance et Euronext pour les dirigeants de sociétés cotées.

Ce sujet fait également l'objet d'une instruction entre les équipes respectives.

b) Enjeu de promotion d'une recherche de qualité sur ce segment Tech

i) Constats

La recherche financière constitue un facteur clef de la transparence du marché des actions cotées. L'existence d'une offre d'analyse financière indépendante et diversifiée est une condition fondamentale de leur efficacité. Elle apparaît comme un élément critique de l'information des investisseurs dont elle

éclairer les choix financiers. C'est particulièrement vrai pour les valeurs technologiques qui en raison de la technicité de leur modèle économique nécessitent des analystes experts capables d'en décoder les opportunités stratégiques pour les investisseurs. Or la situation de cette prestation de service en Europe et en France en général, en particulier pour les sociétés de la Tech, apparaît de longue date préoccupante, comme l'indiquent les données statistiques et qualitatives disponibles : l'entrée en vigueur de MIFID 2 n'a pas arrangé les choses.

Les caractéristiques intrinsèques du marché des petites sociétés cotées (manque de liquidité notamment) font que l'essentiel de ses intervenants sont des gestionnaires de conviction. Contrairement à la gestion quantitative, la gestion de conviction repose sur la connaissance fondamentale des entreprises par les gérants, ce qui fait que la recherche constitue un des éléments clés pour le bon fonctionnement de ce segment. Cela suppose l'existence de fortes capacités d'analyses financières indépendantes et diversifiées qui sont la condition de la transparence ainsi que de l'attractivité de ce compartiment. Or le contexte récent ne se prête guère à la mise en œuvre d'une offre satisfaisante en raison :

- **Des caractéristiques intrinsèques de ce segment de marché faiblement générateur de ressources financières**

La faible liquidité de ces valeurs et la faiblesse des volumes génèrent structurellement peu de courtage pour les brokers. Or l'analyse financière d'une entreprise cotée petite ou moyenne demande par nature plus de temps, en raison notamment de sa taille et de la nécessité d'établir une relation de confiance avec le management peu disponible. Cela conduit les intermédiaires boursiers dans un contexte très concurrentiel à y consacrer des ressources de plus en plus limitées dans un contexte de concentration accélérée de la profession, ce qui explique que la recherche sur les petites valeurs a depuis longue date été le parent pauvre de l'analyse financière. Néanmoins, avant MIFID 2, ce segment était dans les faits « subventionné » par les marges réalisées sur le marché des grandes capitalisations. L'arrivée de MIFID 2 qui visait à arrêter ce type de « subvention » en découplant la facturation des ordres de bourse de celle de l'analyse a accéléré la fragilisation de la recherche financière du segment des petites capitalisations dont la couverture par les analystes s'est effondrée.

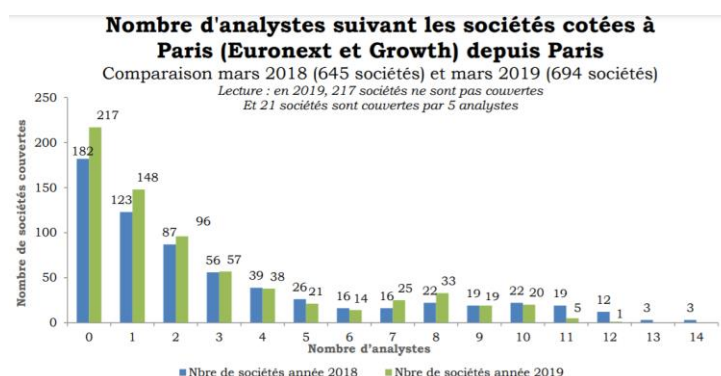
- **Un effet contreproductif de MIFID 2 qui a constitué un facteur aggravant**

Au lieu d'établir une tarification qui reflète les coûts réels de la prestation, MIFID 2 a aggravé la situation depuis janvier 2018. Les budgets consacrés par les investisseurs à la recherche ont de nouveau chuté dans un contexte de forte pression concurrentielle dans le secteur des brokers. Celle-ci a conduit à un ajustement drastique des coûts et à une concentration massive des plus petits acteurs spécialisés sur le segment des SMID. Le segment des valeurs petites et moyennes cotées a fait les frais de cette évolution en conduisant les producteurs de recherche à réduire le nombre d'analystes, à diminuer le nombre de valeurs suivies et à recruter des analystes ayant moins d'expérience.



Le nombre d'analystes a chuté en tendance de 30% pour les valeurs moyennes cotées et de 28% pour les petites valeurs. Ces statistiques masquent néanmoins trois évolutions principales :

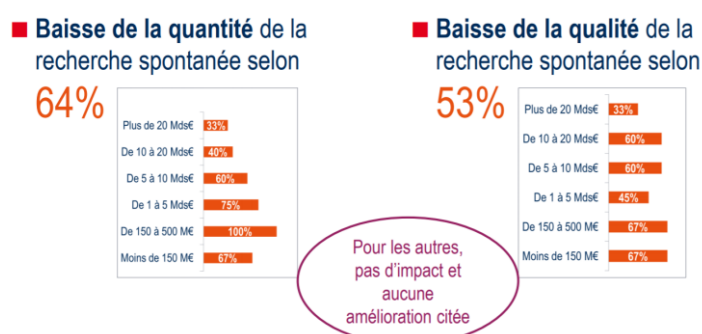
1. En 2019, 31% des sociétés cotées n'étaient suivies par aucun analyste (contre 28% en 2018) selon l'étude Mifid Vision réalisée par la SFAF. Or, pour l'essentiel, ces sociétés sont les plus petites de la cote puisque ce chiffre monte à 43% sur les segments Euronext B et C et Euronext Growth.



- 31% des émetteurs ne sont pas suivis (217 contre 182 en 2018) sur l'ensemble des marchés, mais cela représente 43% (208) si l'on se réfère aux marchés Euronext B, Euronext C et Growth.

Source : MIFIDVision, SFAF

2. Cette attrition du nombre de sociétés suivies s'est aussi traduite par une diminution significative de la qualité de la recherche en général. Ce phénomène est encore plus marquant sur les valeurs petites et moyennes comme le mentionne un sondage réalisé par le CLIFF, association française des professionnels de la communication financière, auprès de ses membres :



Source CLIFF

3. Enfin, un changement majeur est apparu en 2018, à la suite de MIFID 2 qui a découpé le financement de la recherche des frais d'exécution d'ordres. Il en est résulté le développement soutenu de la « recherche sponsorisée » comme palliatif à la recherche indépendante traditionnelle. Contrairement à la recherche classique financée par les investisseurs, la recherche sponsorisée se finance via la société cotée. Sur le principe, cette évolution pose la double question de la qualité et de l'indépendance de cette analyse. Néanmoins, elle présente deux avantages au regard des acteurs du marché :

- **Assurer la visibilité de l'entreprise concernée**

Cette technique permet à chaque société qui le souhaite d'avoir un suivi individualisé par un broker. Elle facilite ainsi le décryptage du modèle de l'entreprise, ses axes de développement, son contexte concurrentiel. Elle se traduit par le financement direct des frais d'analyse financière par l'émetteur qui lui permet de conserver une visibilité vis-à-vis des investisseurs.

- **Créer un canal vital de communication avec le marché boursier**

Par ce biais, l'entreprise cotée se fraye une voie de communication avec le marché boursier puisque l'analyste en charge du suivi, en plus de la société elle-même, parle régulièrement aux investisseurs des opportunités de placement. Selon le CLIFF, en 2019, 80% des sociétés ayant une capitalisation boursière de moins de 500 M€ financeraient sur ressources propres leur recherche (vs 60% en 2018), celle-ci représentant l'intégralité de la recherche pour les 2/3 de ces sociétés. Les statistiques transmises par les brokers sont inférieures, la définition n'étant pas la même selon les acteurs. Du côté des brokers, une recherche sponsorisée est celle faisant strictement l'objet d'un contrat de recherche. Concernant les sociétés cotées, la définition est plus large car elle inclut pour beaucoup d'acteurs l'ensemble de la recherche financée en direct, mais aussi celle financée au travers des contrats de liquidité ou des opérations de marché primaire. Selon l'étude MIFID Vision de la SFAF relatant les déclarations des brokers, la recherche sponsorisée représenterait à Paris 42% du compartiment C d'Euronext et 65% d'Euronext Growth, le phénomène étant sensiblement moins marqué sur les sociétés ayant des capitalisations supérieures.

Pour autant la recherche sponsorisée, si elle remplit un vide, n'est pas totalement exempte de critiques. Elle est d'abord exposée au risque de « non-indépendance » dans la mesure où c'est l'émetteur qui rémunère directement l'analyste qui pourrait être moins enclin à exprimer publiquement certaines réserves. Par ailleurs de nombreux brokers qui ont développé ce service pratiquent une double facturation à l'émetteur et aux investisseurs. Ils utilisent aussi cette position d'intermédiaire pour verrouiller les services de « Corporate Access » de l'entreprise, ce qui in fine défavorise sa transparence et donc sa notoriété. Il importe que les autorités de régulation soient conscientes de cette situation qui affecte le bon fonctionnement du marché en termes de concurrence et de transparence.

A noter également que l'attrition de la rémunération de la recherche s'est traduite par un ajustement drastique des coûts de la part des brokers. Ceux-ci ont réduit le nombre d'analystes suivant les valeurs Small et Mid Caps, ce qui a conduit à une réduction du nombre de sociétés suivies, comme indiqué ci-dessus. De plus, toujours dans une logique de réduction des coûts, les brokers spécialisés dans ce segment ont recruté des professionnels plus jeunes et donc moins expérimentés. Le tableau ci-dessous montre une situation très hétérogène en la matière. Néanmoins, la part des analystes juniors dans les équipes d'analyse spécialisées sur la tech peut dans certains cas atteindre des niveaux très élevés, notamment chez certains brokers spécialisés sur les valeurs petites et moyennes.

Broker	Nb analystes Tech	Expérience	Recherche sponsorisée	% analystes Tech moins de 5 ans d'expérience
Kepler Chevreux	29	11>20 ans, 12 entre 5 et 10 ans, 6<5ans	29% sur Tech	0%
Berenberg	14	1>10 ans, 4>5 ans et 9<5ans	Aucune	64%
Oddo	13	8> 10ans, 3> 5ans et 2<5ans	13 sociétés	15%
Exane	6	2>20 ans, 2>10ans et 2<5ans	1 seule société	33%
Portzamparc	9	1>10ans, 1>5ans et 7<5 ans	45% sur Tech	78%
Gilbert Dupont	7	4 >20 ans et 3<5 ans	50% sur Tech	43%
CIC	3 (hors partenaires)	entre 5 et 20 ans	4 sociétés	0%
Bryan Garnier	10	3>20 ans, 2>5 ans et 5<5 ans	27% sur Tech	50%
SG	9	+de 20ans	Aucune	0%
HSBC	8	7 sur 8>15 ans	Aucune	0%
Midcap Partner	5	3>15 ans et 2<5 ans	60% sur Tech	0%

Enfin, dans le cadre de la révision de MIFID 2, les Autorités Européennes ont récemment accepté pour les actions d'assouplir le découplage des frais de recherche et d'exécution des ordres « unbundling ». Via le projet de directive « Quickfix », elles proposent un retour au système antérieur pour les sociétés ayant une capitalisation inférieure à 1 Md€. Ce système constituerait un premier pas dont les modalités d'application s'annoncent complexes à définir. L'AMF a relancé récemment les études sur ce point en poussant pour un statut de la recherche sponsorisée tel que suggéré par le rapport Eli Namer-Thierry Giami de 2020. Enfin cela ne résout pas la question du développement de fortes capacités de recherche sur la Tech qui supposent la mise en œuvre de ressources dédiées significatives.

## ii) Recommandations

Concernant la recherche sponsorisée, il semble important que la Place de Paris aille résolument de l'avant afin d'encadrer cette pratique qui a le mérite de maintenir une visibilité minimale sur les valeurs technologiques cotées. Une évolution possible pour assainir cet usage réside dans le fait que l'entreprise achetant de la recherche puisse en être pleinement propriétaire, c'est-à-dire qu'elle ait la possibilité de définir les canaux de distribution de celle-ci. Elle pourrait ainsi librement la diffuser en ce compris sur des plateformes dédiées, notamment accessibles à des investisseurs internationaux, au-delà de la diffusion aux clients du broker ayant réalisé la recherche. L'AMF devrait porter ce sujet de sorte que les émetteurs achetant de la recherche puissent pleinement bénéficier de l'option consistant à ne pas être intermédiés par un broker pour les services de « Corporate Access ». Cette évolution de nature réglementaire emporterait néanmoins une réflexion autour « du juste prix » de la prestation de recherche, le cas échéant non « packagée » avec de la prestation de courtage. Il semblerait dès lors pertinent que le régulateur se rapproche sur le plan national de la DGCCRF, de l'Autorité de la Concurrence et au-delà la DG Comp et la DG Fisma de la Commission européenne pour conduire ces réflexions.

Il conviendrait évidemment d'aller plus loin dans la perspective de développement de fortes capacités d'expertise technique pour faire émerger en France une offre d'analyse financière de qualité solvable qui conforterait la compétitivité de la Place de Paris.

Ainsi dans le cadre de la mise en place par Euronext du Compartiment Tech Premium susvisé, il pourrait être proposé dans le cadre du bouquet de services associés, que les émetteurs concernés, voire à ceux répondant à la majorité de critères d'accession à ce segment, puissent prioritairement bénéficier de ressources spécifiques pour encourager la réalisation d'analyses financières de qualité. Un tel système pourrait être expérimenté dans un cadre français. Le financement pourrait être apporté sur une base volontaire par des acteurs de la place tels que le groupe CDC, Euronext Paris, les dispositifs mis en place ces derniers mois en faveur des PME (fonds agréés Tibi, Programme d'investissement CDC/FFA...) et plus largement par des investisseurs institutionnels privés.

Ce mécanisme combinant des contributions d'origine publique et privée permettrait de stimuler en France le développement de capacités de recherche significatives dans un domaine de haute expertise. Dans une première phase, il pourrait bénéficier en priorité aux sociétés ayant une capitalisation inférieure à 1Md€, celles-ci étant insuffisamment couvertes par les analystes. Sur la base du coût constitutif d'une recherche de qualité, le montant du besoin de financement pour le secteur des SMID technologiques est évalué à environ 3,8M€ par an (e.g. circa 190 entreprises Tech cotées sur Euronext Paris ayant moins de 1 Md€ de capitalisation / 20 k€ TTC estimés pour une prestation de recherche). Cette recherche devrait bien entendu être de qualité et libre de droits. Afin de garantir un bon niveau de « level playing field » pour l'ensemble des prestataires du secteur, y compris les brokers spécialisés, il pourrait être mis en place des appels d'offres. La mise à l'étude d'un modèle économique viable pour faire émerger une offre solvable de recherche de qualité, c'est-à-dire indépendante et diversifiée, doit constituer une priorité pour les acteurs de l'écosystème Tech français.

Une plus grande visibilité sur les volumes annuels de recherche sur des petites valeurs tech cotées serait de nature à avoir un effet vertueux quant à un regain d'intérêt des brokers pour ce segment et contribuer à amélioration globale de la compréhension des entreprises Tech par ceux-ci. Il y aurait aussi intérêt à voir comment la technologie (e.g. intelligence Artificielle) ou encore la formation d'experts spécialisés de haut niveau pourraient permettre de faire émerger des capacités de recherche autonomes et solvables qui complètent le travail des brokers classiques.

- c) Enjeu d'encourager les banques et des fonds peu engagés sur ce segment à le réinvestir

Sur le modèle du programme Star italien (confère supra), il pourrait être organisé à Paris des journées pour les investisseurs sur la thématique de la Tech Européenne. Cela permettrait notamment de faire des focus sectoriels, de présenter des pré-licornes et licornes prometteuses, etc.

Ces journées pourraient faire partie du « Package » associé à l'appartenance au Compartiment Européen Premium Tech susvisé.

#### 4) **Un enjeu majeur de mobilisation des dispositifs publics nationaux pour constituer sur le marché parisien un pool stable d'investisseurs sur cette thématique**

Tel qu'estimé dans la première partie du rapport, un besoin de financement de l'ordre de 4 Md€ par an se dégage face à l'afflux de candidats aux IPO pour les prochaines années, naturellement pour peu qu'elles aillent se coter sur Euronext Paris.

Outre cet effort financier renforcé lié à ces introductions à venir, se pose la question de la prise de relai des fonds de Capital Risque qui, post période de *lock-up*, seront amenés à céder leurs participations. Il s'agit là d'un enjeu de financement majeur pour le secteur de la Tech française.

La création d'une offre institutionnelle structurelle d'investissement, en particulier française, dans le secteur technologique constitue l'un des enjeux majeurs pour la place de Paris. Cela passerait notamment par une mobilisation de l'ensemble des acteurs de l'écosystème boursier dans ses composantes publique et privée afin d'optimiser leur contribution au développement de ce secteur clef de la croissance future. La Place de Paris dispose d'une palette d'instruments financiers aujourd'hui épars et susceptibles de converger pour assurer la promotion de la Tech française.

Les acteurs, en particulier publics, de l'écosystème ont créé ces dernières années plusieurs outils de financement qui pourraient être utilement coordonnés et mobilisés pour assurer le développement des valeurs technologiques françaises.

Outre la création de Bpifrance en 2013, deux filières ont été récemment créées pour stimuler la croissance de ce segment : l'Agrément Tibi et le Programme d'Investissement FFA/ CDC. Elles englobent dans leur cible le secteur Tech. D'autres structures existent comme le Fonds stratégique de participation (FSP).

Il serait utile d'engager une démarche de sensibilisation de ces acteurs financiers de la Tech pour réfléchir à la mise en place d'une action commune en faveur de la cotation des sociétés technologiques. Cette réflexion pourrait porter sur la pertinence de les regrouper autour d'une plateforme de services (formation, recherche, investissement...). La sphère publique pourrait être un levier en ce domaine.

- a) Accroître l'engagement du groupe Caisse des dépôts face au flux d'entreprises susceptibles de se coter sur Euronext Paris

L'enjeu est ici d'amplifier l'action de CDC Croissance et Bpifrance en vue de faire émerger une véritable culture d'investissement Tech commune au groupe. Cette orientation serait notamment articulée autour des éléments suivants :



- Echange régulière de bonnes pratiques ;
- Actions communes dans le domaine de l'accompagnement des entreprises candidates potentielles à une IPO (roadshows, etc.) ;
- Renforcement des moyens alloués par le Groupe Caisse des dépôts en soutien des entreprises Tech susceptibles de se coter d'ici les prochaines années.

Ce renforcement de l'action du groupe CDC permettrait d'envoyer un signal fort au marché et de contribuer à mieux fédérer les investisseurs institutionnels français autour du soutien à la Tech française. Cette mobilisation s'avère en effet critique. Pour parvenir à un tel résultat, il faudrait que les investisseurs français puissent détenir de l'ordre de 30% du capital de ces entreprises technologiques. A supposer que les fonds de capital-risque qui les auront accompagnées pré-IPO conservent environ 10% de leur capital les premières années, les institutionnels français devraient être en mesure de mobiliser le solde de 20%, ce qui paraît atteignable.

Il est fait l'hypothèse que le cumul des valorisations des entreprises Tech susceptibles d'aller se coter au cours des deux prochaines années, au moment de leur introduction, pourrait être d'environ 30 Md€. Ainsi, un engagement des investisseurs institutionnels français à hauteur de 20% du capital des firmes concernées reviendrait à investir environ 6 Md€ au cours des deux prochaines années.

Dans ce contexte et pour avoir l'effet d'entraînement escompté, le Groupe CDC pourrait accompagner efficacement ce processus par la mobilisation de 600 M€ par an au cours des prochaines années de sorte à lui permettre de porter jusqu'à 1/5 de l'effort financier total.

Cette capacité financière serait mobilisée dès 2022.

- b) Un soutien du Groupe CDC à l'émergence et au développement d'acteurs 'cross-over'  
Par l'intermédiaire de Bpifrance, le groupe Caisse des dépôts continuera à soutenir l'émergence et le développement de cette gamme de fonds à la croisée des deux univers, ayant su attirer des professionnels polyvalents du côté dans vers la sphère non cotée. Bpifrance s'attachera, par son activité de fonds de fonds, à entraîner le marché et développer un écosystème de fonds de cette nature.
- c) Une action du Groupe CDC qui gagnerait à s'inscrire dans une perspective européenne dans la mesure du possible

L'action du groupe CDC dans le domaine du financement de la Tech française devrait, quant c'est possible, s'inscrire dans une perspective européenne en raison notamment du caractère fédéral de la plateforme de marché Euronext NV. Cette voie impliquerait d'explorer plusieurs directions :

- Renforcement de la coopération globale entre les trois actionnaires publics de référence d'Euronext NV : CDC, CDP, SFPI qui partagent la caractéristique d'être des investisseurs de long terme ancrés dans l'économie réelle ;
- Création d'un cadre commun aux NPBI regroupés au sein de l'association European Long Term Investors (ELTI) et dédié aux petites valeurs technologiques pour échanger les bonnes pratiques et dialoguer avec les institutions européennes (y compris le groupe BEI/FEI) ;
- Elaboration d'outils de gestion partagés permettant l'émergence d'une culture d'investissement commune et d'un compartiment Tech attractif sur le marché européen des capitaux via par exemple une réorientation du projet EISMID.

- d) Structurer l'écosystème Tech français par un forum institutionnel dédié

La mise en place d'un pôle public cohérent dans le financement de la Tech française devrait naturellement se prolonger par un forum institutionnel embarquant des acteurs du non coté et du coté Tech française. Cette instance devrait fonctionner dans une logique de « Task Force » avec un esprit

« Startup » privilégiant la flexibilité, le pragmatisme et la créativité en opposition avec les processus formel cher aux organisations traditionnelles. Elle aurait un double rôle de représentation du secteur et de gestion d'une plateforme ouverte de services dédiées aux acteurs de la Tech française.

- i) Développer une instance de concertation souple entre acteurs du continuum avec pour objectif d'englober la majorité des entreprises SMID de la tech française vers Euronext Paris qui constitue un élément central de l'écosystème boursier national.

La filière financière des valeurs technologiques françaises devrait rapidement s'organiser afin de disposer d'un cadre efficient d'échange des bonnes pratiques, de collecte des données et plus généralement d'accompagnement des entreprises candidates à l'IPO.

Un tel forum pourrait grouper outre les associations professionnelles du secteur, les investisseurs, l'entreprise de marché, les instances de tutelle (Ministère de l'Economie, des Finances et de la Relance, AMF, France Invest, France Digital, Euronext Paris...).

- ii) ... et mettre en place d'une plateforme ouverte de services pour la promotion de la Tech françaises En lien avec les dispositifs existants (Tibi/FFA-CDC), cette plateforme aurait pour objectif de créer les bases d'une offre stable d'investissement au niveau de la place de Paris :

- Porter une action de sensibilisation et de formation des entrepreneurs ;
- Stimulation des dispositifs de recherche (les membres du forum pourraient ainsi être sollicités afin de financer la recherche bénéficiant aux entreprises du Compartiment Tech Premium susvisé) ;
- Assurer un partage autour du flux d'affaires d'entreprises allant à la cote (identification et accompagnement des prospects), information aux investisseurs ;
- Susciter des co-investissement entre les bailleurs institutionnels privés par exemple au sein des fonds « cross-over ». Cette démarche engloberait les processus de financement dédiés (e.g. Tibi, Programme d'Investissement CDC/FFA).

## 5) Conclusion

**L'afflux conséquent de licornes candidates à une entrée en bourse constitue un enjeu stratégique majeur pour l'économie française en termes de croissance future. C'est aussi une opportunité décisive pour la Place de Paris de devenir le marché de référence de la Tech cotée dans le contexte de la bourse paneuropéenne Euronext.**

**Le présent rapport présente quelques recommandations pour renforcer l'attractivité de l'Ecosystème financier français en vue d'éviter une délocalisation de la cotation des sociétés technologiques prometteuses qui ont souvent bénéficié d'un accompagnement en capitaux et en expertise de la part des Pouvoirs Publics français.**

**Le groupe Caisse des dépôts verse ce travail au débat de Place qui doit s'en saisir rapidement pour être en mesure de développer dans les prochains mois un environnement facilitateur du continuum de financement des entreprises de la Tech : c'est une question essentielle de souveraineté et de rayonnement économique. La Caisse des dépôts et ses filiales sont prêtes à y apporter leur contribution.**

Annexe : Liste des personnes rencontrées pour la production du présent rapport

- Arbevel:
  - Sébastien Lalevée
- Autorité des Marchés Financiers :
  - Patrice Aguesse
  - Marianne Jarlaud
  - Astrid Milsan
  - Frédéric Pelèse
- Candriam:
  - César Zeitouni
- Edmond de Rothschild Asset Management:
  - Ariane Hayate
- Euronext NV:
  - Anthony Attia
  - Camille Leca
- Euronext Paris:
  - Delphine d'Amarzit
- SFAF:
  - Thierry Giami
- NautaDutilh
  - Geert Raaijmakers
  - Christiaan Roeterdink
- ODDO BHF AM
  - Brice Prunas