



SECRETARIAT D'ETAT
CHARGE DU NUMERIQUE

*Liberté
Égalité
Fraternité*

Rapport French Partners

À l'attention :

De la secrétaire d'Etat chargée du numérique

Avril 2024

Suite aux travaux du comité French Tech Finance Partners sous la direction de Réza Malekzadeh et composé de :

Alice Albizzati, Delphine D'Amarzit, Jérôme Berger, Claire Calmejane, Claire Chabrier, Philippe Collombel, Philippe Englebert, Paul-François Fournier, Benoist Grossman, Xavier Lazarus, Marc Menase, Maya Noël, Lauriane Requena, Pierre-Emmanuel Struyven, Rafaèle Tordjman, Roxanne Varza.

Sommaire

Préambule	5
------------------------	----------

Première partie : Synthèse des propositions des trois groupes de travail	7
---	----------

FINANCEMENT DE CRISE.....	8
----------------------------------	----------

<i>Thématique 1 : Financement des startups.....</i>	<i>8</i>
---	----------

<i>Thématique 2 : Levées de fonds</i>	<i>8</i>
---	----------

VOIES D'EXIT POUR LES STARTUPS.....	9
--	----------

<i>Thématique 1 : Renforcer la capacité des ETI et des grands groupes français à acquérir des startups ambitieuses.....</i>	<i>9</i>
---	----------

<i>Thématique 2 : Fluidifier l'accès à la liquidité via des sorties totales ou partielles par des fonds de Growth ou de Private Equity.....</i>	<i>10</i>
---	-----------

<i>Thématique 3 : Créer des opportunités de sortie en secondaire pour les sociétés n'ayant pas encore atteint une taille critique</i>	<i>10</i>
---	-----------

<i>Thématique 4 : Agir sur l'offre : amener en bourse des entreprises (et leurs investisseurs) préparés et conduisant une stratégie de valorisation pour le long terme.....</i>	<i>10</i>
---	-----------

<i>Thématique 5 : Renforcer structurellement la base d'investisseurs présente sur la Place.....</i>	<i>10</i>
---	-----------

ESG DANS L'ÉCOSYSTÈME TECH	11
---	-----------

<i>Thématique 1 : Créer un socle d'observation et de mesure des facteurs ESG.....</i>	<i>11</i>
---	-----------

<i>Thématique 2 : Améliorer la prise en compte des facteurs ESG dans l'écosystème Tech.....</i>	<i>12</i>
---	-----------

<i>Partie prenante 1 : Les startups et leur écosystème.....</i>	<i>12</i>
---	-----------

<i>Partie prenante 2 : Les financeurs.....</i>	<i>13</i>
--	-----------

<i>Partie prenante 3 : les (grandes) entreprises clientes des startups.....</i>	<i>13</i>
---	-----------

Deuxième Partie : Compléments des groupes de travail	14
---	-----------

FINANCEMENT DE CRISE.....	15
----------------------------------	-----------

<i>Éléments de contexte.....</i>	<i>15</i>
----------------------------------	-----------

<i>Thématique 1 : Financement des startups.....</i>	<i>15</i>
---	-----------

<i>Thématique 2 : Levées de fonds</i>	<i>19</i>
---	-----------

VOIES D'EXIT POUR LES STARTUPS.....	22
--	-----------

<i>Thématique 1 : Renforcer la capacité des ETI et des grands groupes français à acquérir des startups ambitieuses.....</i>	<i>23</i>
---	-----------

<i>Thématique 2 : Fluidifier l'accès à la liquidité via des sorties totales ou partielles par des fonds de Growth ou de Private Equity.....</i>	<i>24</i>
---	-----------

<i>Thématique 3 : Créer des opportunités de sortie en secondaire pour les sociétés n'ayant pas encore atteint une taille critique</i>	<i>25</i>
---	-----------

<i>Thématique 4 : Agir sur l'offre : amener en bourse des entreprises (et leurs investisseurs) préparés et conduisant une stratégie de valorisation pour le long terme.....</i>	<i>27</i>
---	-----------

<i>Thématique 5 : Renforcer structurellement la base d'investisseurs présente sur la Place.....</i>	<i>31</i>
---	-----------

ESG DANS L'ÉCOSYSTÈME TECH	35
---	-----------

<i>Éléments de contexte.....</i>	<i>35</i>
----------------------------------	-----------

<i>Thématique 1 : Créer un socle d'observation et de mesure des facteurs ESG.....</i>	<i>36</i>
---	-----------

Thématique 2 : Améliorer la prise en compte des facteurs ESG dans l'écosystème Tech.....37

Annexes40

VOIES D'EXIT POUR LES STARTUPS..... 41

L'expérience Émergence 41

ESG DANS L'ÉCOSYSTÈME TECH 41

Socle minimal de critères ESG..... 41

Socle avancé de critères ESG42

Glossaire43

Cadre réglementaire.....45

Panorama des chartes et labels existants.....46

Préambule

Éléments de contexte

Créé en janvier 2023, le French Tech Finance Partners est une instance composée de 16 membres, à parité, occupant une position de premier plan au sein de l'écosystème de financement, avec des acteurs présents à tous les stades de maturité, dans toutes les industries.

La vocation de cette instance est de contribuer dans la durée à la conception des politiques publiques de financement de l'innovation, pour développer l'écosystème tech français et proposer des réponses concrètes à ses problématiques.

Un premier rapport a été publié en avril 2023, résultant d'un travail collégial de quatre groupes de travail. Il présente 92 recommandations pour renforcer la tech française :

- Le financement des startups en région ;
- L'attractivité du marché français ;
- Le financement de la Deep Tech ;
- Les critères de sélection des programmes French Tech.

Parmi ces recommandations, le ministre chargé du numérique, M. Jean-Noël BARROT, en a retenu 42, actuellement mises en œuvre.

Trois nouveaux sujets ont été instruits par le French Tech Finance Partners au cours du 2nd semestre 2023 :

- La gestion des difficultés de financement
- Les voies d'exit pour les startups
- L'ESG au sein de la tech

Ce second rapport s'adresse à la puissance publique pour poursuivre la dynamique de consolidation de l'écosystème tech français. 46 recommandations ont été élaborées par les trois groupes de travail après avoir dressé différents constats :

- D'une part, le ralentissement actuel des financements de capital-innovation et capital-risque affecte de nombreuses startups, à l'origine d'une incertitude importante pesant sur les dispositifs de financement que les entreprises peuvent mettre en place. **Le groupe de travail gestion de la crise des financements pour les startups a produit un descriptif des meilleures pratiques observées au sein de l'écosystème**, afin d'apporter un soutien sélectif et stratégique aux startups en difficulté, notamment celles présentant un intérêt stratégique et un modèle d'affaire soutenable.
- D'autre part, alors que le modèle des startups repose sur leur capacité à trouver une voie de sortie (*exit*) appropriée pour les investisseurs et les fondateurs, celles-ci souffrent d'un sous-financement dans les phases *late stage* qui compromettent leur capacité à atteindre une taille critique et, *in fine*, une sortie satisfaisante. **Le groupe de travail sur les exits a dressé une analyse critique des différentes voies de sorties existantes pour les startups**, en explorant notamment la nouvelle pratique de rachat partiels par des fonds de capital-investissement.
- Finalement, les critères ESG (Environnement, Social, Gouvernance) prenant une part de plus en plus importante dans l'économie, y compris dans le secteur des hautes technologies, leur déclinaison opérationnelle dans l'entreprise devient clé pour les financeurs et peut être vectrice de transformation et de création de valeur durable. **Le groupe de travail ESG dans la tech a proposé une approche des critères ESG pertinente pour les entreprises de la tech**. Cette catégorisation est suivie de propositions de mécanismes d'évaluation des impacts environnementaux des activités des entreprises, d'amélioration des pratiques de gouvernance et de promotion de la diversité et de l'inclusion au sein de la tech.

Première partie :
Synthèse des propositions
des trois groupes de travail

FINANCEMENT DE CRISE

Avant-propos :

Ce rapport du comité French Tech Finance Partners aborde les difficultés de financement rencontrées par les startups et les sociétés de gestion françaises depuis le printemps 2022, notamment en raison de la hausse des taux et des incertitudes macroéconomiques. Sur les trois premiers trimestres de l'année 2023, les levées de fonds des sociétés technologiques françaises sont en baisse de 37%, avec un montant global levé de 5,1 Mds€ contre 8 Mds€ sur la même période en 2022. Il est utile de préciser que la France résiste bien mieux que la plupart de ses voisins, les levées en Europe ayant chuté de 52% sur les trois premiers trimestres 2023.

Les segments du *early stage* et du *growth* affichent des tendances en baisse, le *early stage* résistant un peu mieux. En 2023, les levées *early stage* en France se sont élevées à 5,76Mds€, enregistrant ainsi une baisse de 22% par rapport à 2022. Sur la même période, les levées de *growth* ont baissé de 57%, passant de 6,23Mds€ à 2,65Mds€. Les secteurs du logiciel et de la Fintech ont été les plus impactés négativement alors que certaines startups Deep Tech sont parvenues à lever des fonds significatifs, malgré des processus longs et difficiles.

Face à ces défis, le groupe de travail propose plusieurs recommandations pour soutenir l'écosystème French Tech. Parmi elles, il suggère **d'accélérer le paiement des aides dues de l'Etat aux startups en tension de trésorerie** et de créer des référents dédiés pour les startups au sein de la DIRE, en coordination avec la mission French Tech. Il est également conseillé de rédiger un guide de bonnes pratiques sur l'acquisition de startups par d'autres, **d'inciter le FEI à réinvestir dans les fonds *early stage* français** et d'encourager la création de fonds d'opportunité pour les meilleurs actifs des fonds de VC.

Le rapport **souligne l'importance d'un soutien sélectif et stratégique aux startups en difficulté, en particulier celles ayant un intérêt stratégique et un modèle d'affaires soutenable**, comme les *Deep Tech*, qui nécessitent des montants conséquents très tôt dans leur développement.

Thématique 1 :

Financement des startups

- **Recommandation 1.1** : Accélérer le paiement des aides dues de l'État aux startups en tension de trésorerie pour leur donner de l'air
- **Recommandation 1.2** : Créer des référents dédiés pour les startups au sein de la DIRE pour l'appui aux startups en difficulté, en coordination avec la mission French Tech
- **Recommandation 1.3** : Mettre en pause la règle sur les « entreprises en difficulté au sens du droit de l'UE »
- **Recommandation 1.4** : Rédiger un guide de bonnes pratiques sur l'acquisition de startups par d'autres

Thématique 2 :

Levées de fonds

- **Recommandation 2.1** : Pousser le FEI à réinvestir dans les fonds *early stage* français
- **Recommandation 2.2** : Revoir le RGEC pour que le FEI ne soit plus considéré comme un investisseur public
- **Recommandation 2.3** : Co-financer des fonds d'opportunité par Bpifrance pour les meilleurs actifs des fonds de VC
- **Recommandation 2.4** : Signer le décret numéro 2017-887 dans sa version amendée de 2018 relatif à l'organisation financière de certains régimes de sécurité sociale

VOIES D'EXIT POUR LES STARTUPS

Avant-propos :

La problématique de la « sortie » pour les startups de la French Tech est double : du point de vue de la startup et du point de vue des investisseurs.

Le rapport de Philippe Tibi a mis en lumière le fait que les trajectoires souffraient d'un **sous-financement dans les phases late stage** qui **compromettait la capacité des scale-up à financer leur développement et donc à atteindre une taille critique et un exit satisfaisant.**

Du point de vue des investisseurs, **afin que l'écosystème de financement soit dynamique, il est important que les plus-values potentielles se transforment en retour sur investissement et en retour aux LPs.** Dans le cas de sociétés à cycle de développement long, comme les *Deep Tech* et les startups industrielles, **la question de la liquidité en cours de cycle se pose pour les investisseurs des premiers tours** (business angels, fonds d'amorçage et *early stage*).

Les schémas « classiques » de liquidité pour les fonds sont :

- (i) liquidité partielle ou totale pour certains investisseurs dans le cadre de besoin de financement primaire (« secondaire à l'occasion d'une levée de fonds »),
- (ii) une sortie totale via une acquisition stratégique par un corporate
- (iii) l'acquisition par un fonds de PE (Growth ou LBO)
- (iv) une entrée en bourse.

On observe également l'émergence d'une nouvelle pratique, qui mérite une attention particulière : **les fonds dits « de secondaire »**, dont la vocation est d'**offrir une liquidité aux investisseurs**, et en particulier aux fonds de VC, en amont de l'exit proprement dit.

Une autre voie prometteuse est le **build-up entre pairs**, où des startups complémentaires (complémentarité par les produits ou les marchés géographiques) se rapprochent pour constituer une entité fusionnée qui présentera un profil plus solide en termes de CA, de marge (synergies commerciales par exemple) et de perspective de développement et d'atteinte de la rentabilité.

L'objectif ici est de **dresser un tableau le plus complet possible des différentes voies de sortie existantes pour les startups**, leurs avantages et leurs inconvénients, les meilleures pratiques à l'œuvre dans ces différents scénarios et les évolutions observées récemment. Toutefois, le groupe de travail considère que les voies d'exit sont un continuum et qu'il n'en existe pas de meilleures ou de moins bonnes. L'objectif doit être de les développer au maximum afin que des alternatives existent, ce qui permet de choisir la meilleure solution pour chaque cas et d'avoir une pluralité de solutions, de nature à favoriser une concurrence. Il est également important que les modes de financements successifs ne soient pas organisés de manière à « bloquer » les startups dans l'accès aux différentes typologies, ce qui peut être le cas en fonction des enjeux des managements package par exemple.

La période actuelle, qui vient de connaître un **mouvement de baisse des valorisations et de contraction des investissements**, montre aussi que les fenêtres d'exit sont actuellement largement fermées, que ce soit au niveau des IPO ou même de l'activité M&A des corporate. Le **retour des IPOs** en particulier, au vu des expériences récentes, nécessite à la fois un travail de **préparation des startups et de leur investisseurs, une adaptation de la stratégie de valorisation et un renforcement de la base d'investisseurs cotés susceptible de prendre le relais.**

Ceci donne un relief particulier à notre travail et plaide probablement pour l'inscrire dans la durée sous la double forme d'un observatoire et d'un plan d'action.

Thématique 1 :

Renforcer la capacité des ETI et des grands groupes français à acquérir des startups ambitieuses.

- **Recommandation 1.1 :** Encourager le développement des CVC au sein des grandes entreprises françaises

Thématique 2 :

Fluidifier l'accès à la liquidité via des sorties totales ou partielles par des fonds de Growth ou de Private Equity

- **Recommandation 2.1** : Encourager les investisseurs (GPs et LPs) à proposer et valoriser les transactions de 100% secondaire dans le cadre des tours de table afin d'offrir une liquidité partielle ou totale à certains investisseurs.
- **Recommandation 2.2** : Encourager les fonds de Venture Capital à envisager des liquidités totales ou partielles en dehors de process de levée de capital.
- **Recommandation 2.3** : Créer un forum commun pour améliorer la communication entre les deux écosystèmes Venture et Private Equity

Thématique 3 :

Créer des opportunités de sortie en secondaire pour les sociétés n'ayant pas encore atteint une taille critique

- **Recommandation 3.1** : Booster l'émergence d'offre de fonds secondaires ou de consolidation ciblant des sociétés rentables dont le CA est inférieur à 10m€
- **Recommandation 3.2** : Poursuivre l'analyse pour quantifier l'opportunité de marché en France et son effet sur la liquidité des fonds primaires
- **Recommandation 3.3** : Étudier des mesures permettant de favoriser l'émergence de fonds de secondaire en France (si cette opportunité est suffisamment importante)

Thématique 4 :

Agir sur l'offre : amener en bourse des entreprises (et leurs investisseurs) préparés et conduisant une stratégie de valorisation pour le long terme

- **Recommandation 4.1** : Poursuivre le travail de sensibilisation des VC, du PE et des fonds private aux enjeux de l'exit par IPO et de connaissance des marchés Euronext (programme PShare ; tournée en cours des grands VC Tier1 par l'équipe listing d'Euronext)
- **Recommandation 4.2** : Développer une stratégie de valorisation et de présentation en amont aux investisseurs (charte des bonnes pratiques IPO)
- **Recommandation 4.3** : Construire une crédibilité durable de l'émetteur (equity story, communication financière) (charte des bonnes pratiques IPO)
- **Recommandation 4.4** : Sensibiliser les PE aux facteurs de succès de la cotation, aux modes de raisonnements des investisseurs publics et aux bonnes stratégies d'exit.

Thématique 5 :

Renforcer structurellement la base d'investisseurs présente sur la Place

- **Recommandation 5.1** : Exercer une action volontariste sur la rencontre offre-demande grâce à un ou plusieurs « fonds de fonds » permettant de recevoir la collecte institutionnelle « volumique » et l'affecter ensuite à des fonds de taille moyenne.
- **Recommandation 5.2** : Porter un regard, dans le cadre de l'initiative Tibi, sur des indicateurs de moyens et de résultats pour la cible d'entreprises visée par l'action publique sous-jacente.
- **Recommandation 5.3** : Redynamiser les comptes-titres PEA-PME et l'écosystème de fonds qui s'est développé sur cette base, en simplifiant et relevant les critères d'éligibilité des investissements en small et midcaps.

- **Recommandation 5.4 :** Etudier des mesures pour pallier la situation du segment des PME-ETI cotées afin d'enclencher un cycle vertueux de financement par la bourse pour les entreprises technologiques issues de la French Tech.
- **Recommandation 5.5 :** Continuer de professionnaliser la participation des sociétés de gestion de la place de Paris aux IPO et aux opérations secondaires (follow-on), suivant les bonnes pratiques définies dans la Charte IPO de 2022 : création de desks ECM chez les grands assets managers ou d'un dispositif adapté en mesure de traiter les enjeux de veille et de compliance et assurer la bonne coordination interne et la réactivité.

ESG DANS L'ÉCOSYSTÈME TECH

Avant-propos :

La responsabilité sociale et environnementale des entreprises prend une part de plus en plus importante auprès du grand public. L'**ESG** (Environnement, Social, Gouvernance), sa déclinaison opérationnelle dans l'entreprise, **devient clé pour les financeurs et peut constituer un vecteur de transformation et de création de valeur durable**, également applicable dans le secteur des hautes technologies. Pour autant, l'appréhension de ce sujet de société essentiel est inégale au sein de l'écosystème « tech ».

L'objectif est ici de **pouvoir définir les critères ESG les plus pertinents pour observer les startups technologiques et mettre en place des mécanismes pratiques pour favoriser la prise en compte des facteurs ESG** par celles-ci :

Ce chantier s'intéresse en particulier aux domaines suivants :

- (i) L'évaluation des impacts environnementaux des activités des entreprises ;
- (ii) La promotion de la diversité et de l'inclusion au sein de la tech ;
- (iii) L'amélioration des pratiques de gouvernance.

Les travaux s'intéresseront également à **la manière dont la puissance publique et les principaux prescripteurs** (financeurs et clients) pourraient les accompagner ou **encourager les startups technologiques à utiliser l'ESG comme levier de création de valeur** (et non subir l'ESG comme un frein potentiel à la compétitivité).

Le groupe s'est attaché davantage à élaborer des propositions "positives" et d'encouragement, plutôt que des évolutions réglementaires ou contraignantes, qui pourraient, par ailleurs, être difficiles à limiter au secteur de la Tech.

Thématique 1 :

Créer un socle d'observation et de mesure des facteurs ESG

Le cadre proposé ici pourrait servir de référence commune aux différents acteurs pour réduire le manque d'homogénéité actuel dans l'interprétation et la traduction opérationnelle des aspects ESG, et pourrait faciliter l'adoption de ceux-ci par les parties prenantes. La liste complète des critères détaillés par pilier E, S et G est présentée en annexe.

Pilier 1 / Environnement :

L'écosystème français semble relativement sensibilisé aux « problématiques » liées au climat et à l'impact carbone. De nombreux acteurs de la tech s'engagent aujourd'hui, comme en témoignent les initiatives suivies par les différents acteurs (*Climate Act, Planet Tech'Care...*) ou encore le développement de modèles d'entreprises innovants en France dans ce domaine.

- **Recommandation 1.1 :** Nous proposons une liste de critères axée sur la structuration de la démarche environnementale (évaluation / estimation de l'empreinte carbone scope 1, 2 & 3 et définition de trajectoires associées, calcul de la consommation d'énergie), celle-ci se positionnant au cœur de la proposition de valeur des startups Tech.

- **Recommandation 1.2** : En complément, nous proposons que chacune des startups puisse définir des objectifs en matière d'environnement associés aux Objectifs de Développement Durable¹, ou encore qu'une analyse d'impact spécifique soit réalisée vis-à-vis des activités ayant une incidence négative sur les zones sensibles en matière de biodiversité.

Pilier 2 / Social :

- **Recommandation 1.3** : Le groupe a fait le choix, dans l'objectif de porter les startups tech aux meilleurs standards de performance et de durabilité notamment en termes de mixité et de diversité, de proposer **un socle de critères utilisé aujourd'hui par de nombreuses sociétés de taille plus importante, notamment sur les thématiques de la rotation du personnel et de la mixité**

Pilier 3 / Gouvernance :

- **Recommandation 1.4** : Nous proposons, sur cette dernière thématique, des critères autour de l'organisation interne (avec un référent ESG), la mixité des organes de direction ou encore la prise en compte de certains risques associés directement aux domaines Tech (cybersécurité...).
- **Recommandation 1.5** : Par ailleurs, nous proposons l'application de critères supplémentaires aux startups plus matures ou dont le business model est orienté principalement vers un domaine ESG (exemple : entreprise proposant des solutions dont la principale valeur pour le client est la réduction de son empreinte carbone).

Thématique 2 :

Améliorer la prise en compte des facteurs ESG dans l'écosystème Tech

Partie prenante 1 : Les startups et leur écosystème

I- Mise en visibilité des critères

- **Recommandation 2.1** : Proposer à la French Tech de désigner la liste de critères établie (éventuellement amendée) comme le standard à utiliser par l'ensemble des parties prenantes et de la publier.
- **Recommandation 2.2** : Promouvoir la mise en visibilité des données ESG issues des startups volontaires, notamment à des fins de benchmark, à partir d'une base de données unifiée à l'instar d'une version simplifiée du portail RSE porté par BetaGouv. Cette plateforme pourrait proposer un transfert automatisé aux demandeurs de ces données afin d'éviter aux startups de renvoyer systématiquement leurs données.

II- Engager sur la durabilité via la French Tech

- **Recommandation 2.3** : Faire de la durabilité un pilier de la communication de la French Tech, et l'afficher comme étant au cœur de ses missions.
- **Recommandation 2.4** : Choisir, parmi les objectifs de développement durables (ODD) décrits par l'ONU, un socle minimal d'ODDs applicable à la French Tech et porté auprès des écosystèmes de startups, tout en permettant bien entendu aux startups de choisir librement d'autres ODDs selon leur activité.
- **Recommandation 2.5** : Mettre davantage en visibilité les référents ESG au sein de la French Tech, ainsi qu'aux différents niveaux (capitales, communautés).
- **Recommandation 2.6** : Organiser au moins un événement national annuel dédié à l'ESG afin de réunir les acteurs engagés de l'écosystème sur les thématiques environnementales, sociales et de gouvernance. Ces événements pourront mettre en valeur les acteurs qui obtiennent les meilleurs résultats et/ou font état des meilleures pratiques.
- **Recommandation 2.7** : Réunir les nombreuses ressources pertinentes existantes en libre accès (guides de bonnes pratiques et boîtes à outils BPI, France Invest, France Digitale etc...) et les rendre accessibles via la French Tech (réseaux, site web, newsletter...).

¹ [Objectifs de développement durable \(un.org\)](https://un.org)

- **Recommandation 2.8** : Réengager largement l'écosystème autour du « Pacte Parité » de la French Tech, notamment sur les thématiques de représentation et de management.

III- Inciter les structures d'accompagnement à prendre en compte l'ESG dans leurs programmes à destination des startups

- **Recommandation 2.9** : Inciter à la désignation de référents ESG au sein des différents acteurs d'accompagnement (incubateurs, accélérateurs, pôles de compétitivité, technopoles...).
- **Recommandation 2.10** : Conditionner l'octroi de subventions publiques aux structures d'accompagnement à l'inclusion d'une composante ESG dans leurs programmes.

Partie prenante 2 : Les financeurs

I- Former les financeurs à l'ESG

- **Recommandation 2.11** : Prévoir un cycle de formation "minimal" à destination des équipes et dirigeants de fonds d'investissement.

II- Standardiser les aspects ESG dans la documentation de financement

- **Recommandation 2.12** : Pour les levées post amorçage, réunir les principales parties prenantes en matière de financement (BPI, fonds, France Invest, France digitale etc...) afin de déterminer un socle de clauses standards ESG à intégrer dans la documentation contractuelle de financement. Celui-ci pourra se baser sur la liste de critères établie.

III- Aligner les intérêts des dirigeants avec les enjeux ESG

- **Recommandation 2.13** : Conditionner une partie de la valeur des incentives en capital (ex BSPCE, Free Shares), notamment des dirigeants/fondateurs, au respect d'objectifs ESG prédéfinis puis audités.

IV- Charte d'engagement

- **Recommandation 2.14** : Mettre en place et promouvoir une charte d'engagement portée par la French Tech pour faire endosser, par les financeurs de la Tech, des engagements de durabilité, en lien notamment avec :
 - Les engagements de formation de leurs équipes en matière d'ESG
 - L'application des bonnes pratiques en matière de partage de la valeur, de diversité etc.
 - La bonne prise en compte, dans le cadre de leur intervention dans la gouvernance des startups, des problématiques ESG et critères associés
 - La reprise sous cette ombrelle unique d'engagements / chartes existant(e)s (Pacte Parité French Tech, charte d'engagement sur le partage de la valeur France Invest...)

Partie prenante 3 : Les (grandes) entreprises clientes des startups

- **Recommandation 2.15** : Promouvoir des templates standard à destination des clients des startups Tech pour s'assurer de la bonne prise en compte des critères ESG dans les politiques d'achat et dans les RFP.
- **Recommandation 2.16** : Etablir, pour les plus grands clients, déjà structurés dans le domaine, des propositions en vue d'harmoniser leurs pratiques et promouvoir l'automatisation du transfert de données pré-communiquées par les startups (cf. recommandation #2).
- **Recommandation 2.17** : Mettre en visibilité, autour d'une communauté comme la « French Tech Corporate Community », la possibilité de partages de compétences des grands groupes vers les startups au travers d'actions de sensibilisation et/ou formations sur les thématiques ESG (les grandes entreprises ont souvent des dispositifs ESG développés et des personnels en mesure de donner des formations sur différents thèmes).

Deuxième Partie :

Compléments des groupes de travail

- Crise de financement
- Voies d'exit pour les startups
- ESG dans l'écosystème Tech

FINANCEMENT DE CRISE

Éléments de contexte

Le groupe de travail s'accorde à dire qu'en dépit d'un contexte général morose, il ne faut pas nécessairement alimenter une forme de pessimisme dans la French Tech en surréagissant. A l'inverse, il considère qu'il ne faut pas non plus fermer les yeux et rester inactif vis-à-vis de la situation difficile que vivent au quotidien aussi bien les entrepreneurs (difficultés à lever de fonds, nécessiter de licencier un nombre significatif de collaborateurs, cycle de vente plus longs, etc.) que les investisseurs (notamment levées de fonds difficiles auprès des LPs).

En outre, le groupe de travail considère qu'après des années sans doute trop extravagantes en termes de financement et de valorisation, **un retour à la normale et une forme de sélection au sein de l'écosystème French Tech sont sains.**

Ainsi, le groupe recommande aux autorités de porter un discours équilibré vis-à-vis de la French Tech, en **assumant une situation plus délicate tout en accompagnant ce constat par un message de soutien et de confiance dans l'avenir.**

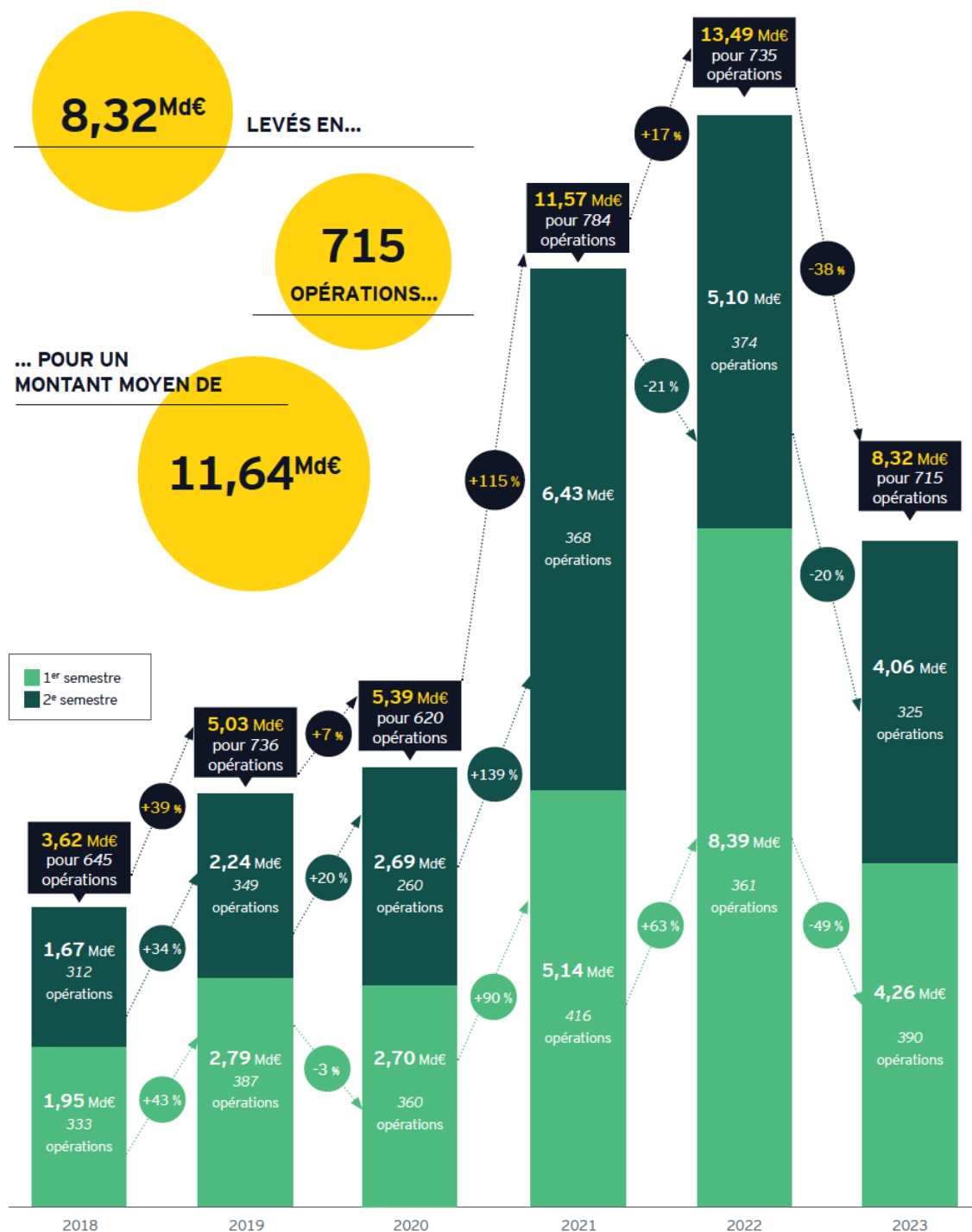
L'esprit de ces recommandations est également de ne pas chercher à sauver toutes les sociétés mais de **faire preuve de sélectivité** en se **focalisant sur les sociétés impactées par la réduction des financements disponibles mais qui représentent un intérêt stratégique et qui ont un modèle d'affaires soutenable.** Nous pensons prioritairement aux *Deep Tech*, qui n'ont généralement pas encore de revenus et ont besoin de montants conséquents très tôt dans leur développement. Il ne s'agit en revanche pas de sauver par exemple des sociétés numériques plus *low tech* sans perspectives de rentabilité.

Thématique 1 : Financement des startups

Notamment du fait de la hausse des taux et des incertitudes sur la situation macroéconomique, la French Tech a connu depuis le printemps 2022 un **très net ralentissement des levées de fonds des startups après deux années fastes.**

Après plus d'une décennie de croissance des investissements, seules 715 sociétés sont parvenues à lever 8,3Mds€ sur l'année 2023, soit une baisse de 38% en valeur et de 3% en volume par rapport à 2022 (14,7Mds€, cf graphique 1). Ces niveaux restent supérieurs à ceux enregistrés avant 2021.

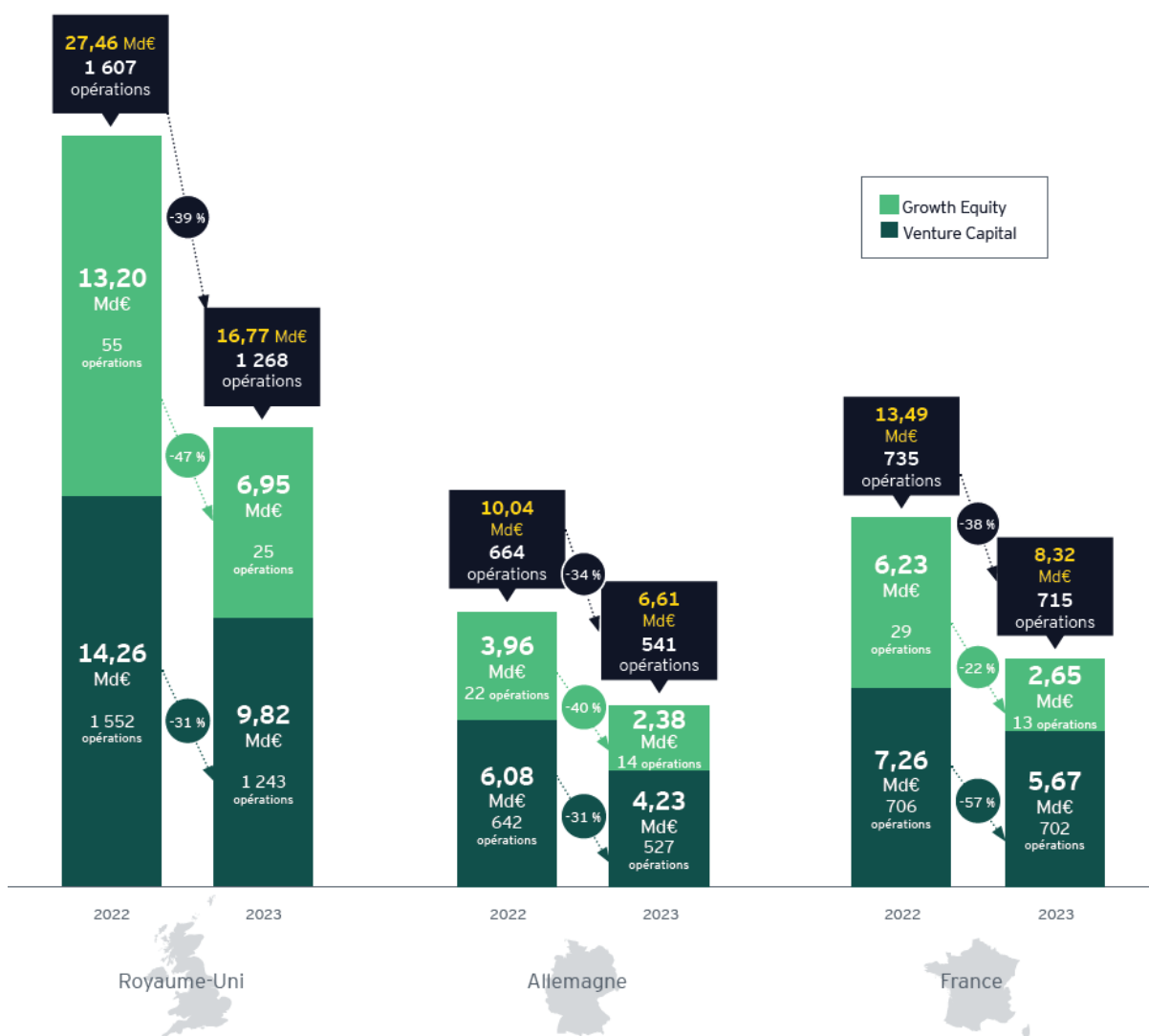
Graphique 1 : Levées de fonds en France par semestre



Plus précisément, les levées *early stage* résistent plutôt, avec plus de 700 opérations, un total stable par rapport à 2022. En valeur, elles baissent toutefois de 22%, en atteignant 5,67Mds€ en 2023 contre 7,26Mds€ en 2022. Cette tendance est encore plus marquée en Allemagne et au Royaume-Uni, avec des baisses de 31% des levées *venture* en valeur, signe d'une certaine résilience du segment en France.

Plus marquant, les levées en *growth* se sont drastiquement contractées. D'une part en volume, avec 13 opérations en 2023 contre 29 l'année dernière. D'autre part en valeur, avec une baisse de plus de 57%, passant de 6,23Mds€ à 2,65Mds€, tendance exacerbée en France par rapport à l'Allemagne (-40%) et au Royaume-Uni (-47%).

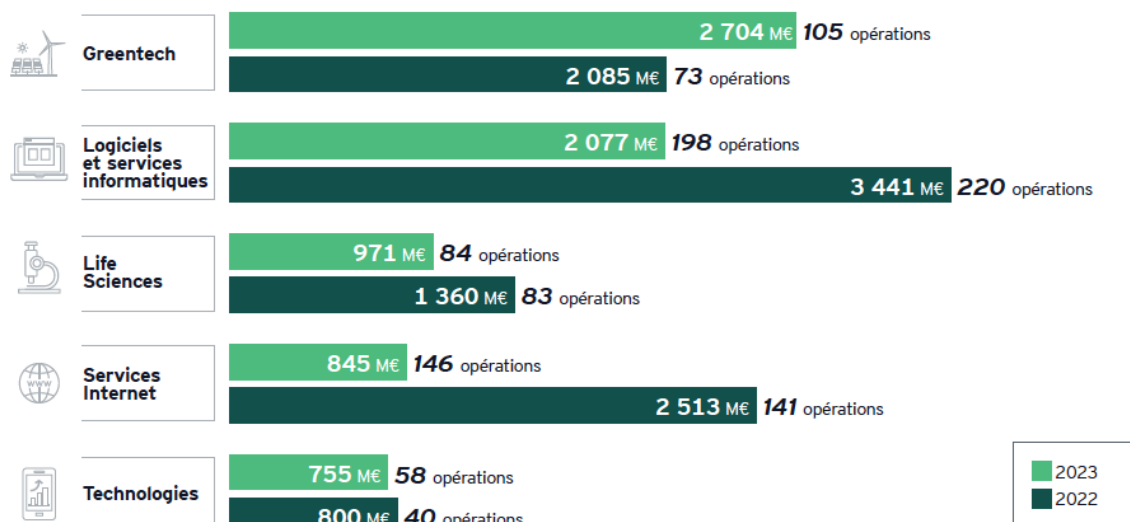
Graphique 2 : Levées de fonds en VC et Growth au Royaume-Uni, en Allemagne et en France



Ces chiffres restent tout de même supérieurs à ceux observés avant 2021. Ils sont notamment soutenus par quelques belles levées en *Deep Tech* ou *Climate Tech* (*Clean Tech*) comme Verkor (1,45 Md€), Ledger (100 M€), Driveco (250 M€), Ynsect (160 M€), Pigment (90 M€) ou encore Pasqal (100 M€), Amolyt Pharma (130M€) qui dénotent une maturité plus forte de cet écosystème de financement. Il faut cependant noter qu'à quelques exceptions près comme Mistral AI, d'après les témoignages recueillis par le groupe de travail, ces levées ont été particulièrement longues et difficiles, nécessitant souvent plus de 12 mois.

Les secteurs du logiciel (*software*) et de la *Fin Tech* souffrent davantage. Cela peut notamment s'expliquer par le fait que des scale-ups de ces champs, et du numérique plus généralement, ont souvent levé des montants significatifs en 2021-2022, leur permettant d'accumuler une trésorerie conséquente qu'elles utilisent pour atteindre la rentabilité, tout en contrôlant leur croissance. Afin d'augmenter la visibilité sur leurs liquidités et accélérer l'atteinte de la rentabilité, de nombreuses licornes ont également mis en œuvre des vagues de licenciements (Back Market, Ankorstore, Mano Mano, etc.). Dès lors, ces sociétés n'ont pas à chercher à lever des fonds, d'autant plus dans un contexte de valorisations plus faibles.

Graphique 3 : Levées de fonds par secteur en France



Les investissements dans la plupart des secteurs enregistrent des baisses de valeur entre 2022 et 2023, respectivement de 65% dans les services informatiques et de 197% dans les services internet. A l'inverse, les *Deep Tech*, ne générant par nature peu ou pas de revenus, devaient nécessairement aller chercher des financements afin de financer leur feuille de route R&D et leur industrialisation, ce qui explique aussi leur poids dans les chiffres des derniers semestres. Ainsi, les levées dans la Green Tech ont augmenté de 23%. En revanche, celles qui n'ont pas réussi à lever dans la période faste et pour qui la rentabilité est difficile d'atteindre à court terme, peuvent aujourd'hui se retrouver en difficulté comme l'illustrent les redressements judiciaires de sociétés emblématiques du FT120 telles qu'Iziwork, Luko, Bioserenity, etc.

Dans ce contexte, le groupe de travail propose la mise en place de mesures dont certaines s'inspirent de celles mises en œuvre lors du début de la pandémie de covid-19 début 2020, avec une stratégie de sélectivité.

Recommandation 1.1 : Paiement accéléré des aides dues de l'État aux startups en tension de trésorerie pour leur donner de l'air

Il s'agit de verser plus rapidement aux startups cibles ce que leur « doit » l'État afin de détendre leur trésorerie, en particulier :

- Remboursement accéléré du crédit impôt recherche (CIR) et du crédit impôt innovation (CII) ainsi que des crédits TVA (en coordination avec la DGFIP)
- Paiement des aides à l'innovation (celles du PIA/France 2030 gérées par Bpifrance) déjà attribuées mais pas encore versées.

Une nouvelle fois, il s'agit d'être sélectif et d'éviter la fraude en faisant du cas par cas, et non d'accepter toutes les demandes à fonds perdu.

Recommandation 1.2 : Création de référents dédiés pour les startups au sein de la DIRE pour l'appui aux startups en difficulté, en coordination avec la mission French Tech

Celles-ci seront de plus en plus nombreuses dans les mois à venir, les situations emblématiques se multipliant déjà (cf. Iziwork, Bioserenity, Cityscoot, Nawa Technologies, etc.). Cependant, elles méconnaissent le plus souvent les différentes options en matière de procédures (conciliation, procédures collectives, etc.). Il s'agit ainsi de **faire de la pédagogie sur ces procédures et d'appuyer les startups plus systématiquement pour la restructuration de dettes publiques** (URSSAF, TVA en particulier) et bancaires. Cette mesure reprend celle des « guichets sectoriels » mise en œuvre pendant le covid pour les secteurs les plus affectés comme le tourisme / HCR.

Recommandation 1.3 : Mettre en pause la règle sur les « entreprise en difficulté au sens du droit de l'UE »

Une entreprise est qualifiée de telle notamment quand les capitaux propres sont inférieurs à la moitié du capital social à la fin de l'année précédente. Beaucoup de startups se retrouvent dans cette situation du fait des pertes accumulées même s'il leur reste de la trésorerie.

Or, cette qualification engendre la non-éligibilité à de nombreuses aides à l'innovation de l'Etat comme les outils de Bpifrance ou le CII.

Pour en sortir, il faut lever des capitaux propres, ce que le contexte de financement actuel rend plus difficile. Cela est d'autant plus dommageable que **ces aides de l'Etat pourraient donner de l'air aux entreprises et les mettre dans une meilleure situation pour lever des fonds** (cf. remarques précédentes).

Bien que dépendant du droit européen, nous recommandons ainsi **de trouver un moyen pour mettre en pause cette règle pour une période donnée ou de l'appliquer avec plus de souplesse**.

Recommandation 1.4 : Rédiger un guide de bonnes pratiques sur l'acquisition de startups par d'autres

Les difficultés à se refinancer créent des opportunités de consolidation au sein de l'écosystème French Tech. Pour l'économie et la souveraineté françaises, **il est certainement préférable que les startups dans cette situation soient fusionnées ou rachetées par d'autres startups françaises que par des groupes étrangers, en particulier quand des technologies sensibles sont en jeu**.

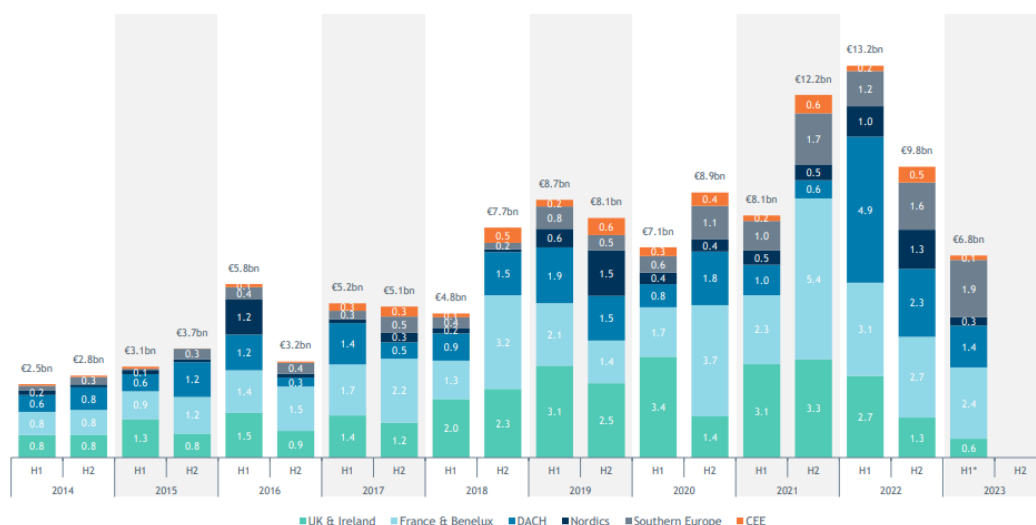
Néanmoins, le groupe de travail a noté que **les startups françaises, souvent au niveau early stage, manquent de connaissances et d'expérience dans ce type d'opérations**, ce qui génèrent de la frilosité, contrairement au marché américain où ces transactions sont beaucoup plus fréquentes.

Sans évidemment faire du pousse-au-crime en incitant au rapprochement d'une startup en difficulté brûlant trop d'argent qui rendrait la société acquéreuse elle-même dans cette situation, **nous recommandons de réunir un collègue d'experts** (investisseurs, entrepreneurs, associations professionnelles, banquiers, avocats, etc.) **pour rédiger un guide de bonnes pratiques en la matière et se poser la question d'éventuels outils de financement pour les favoriser**.

**Thématique 2 :
Levées de fonds**

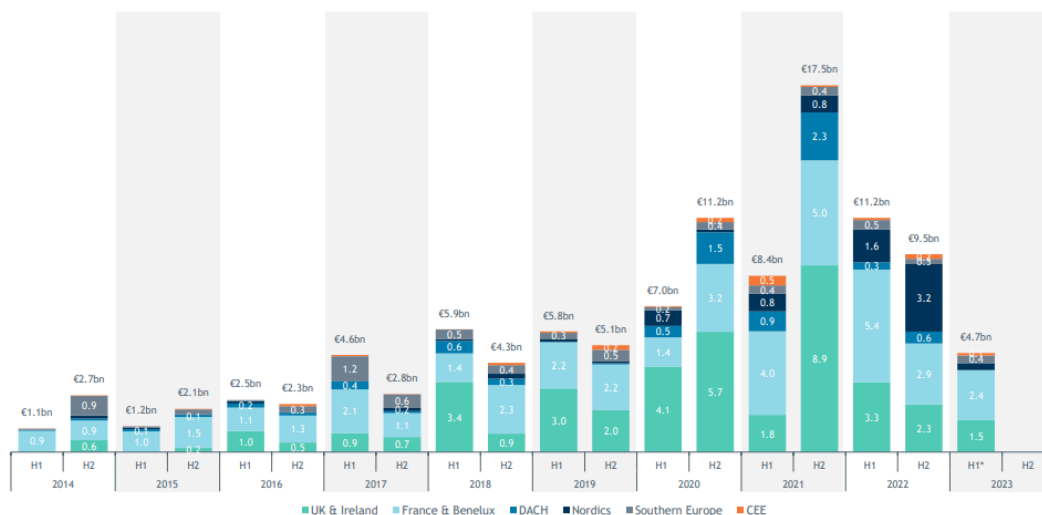
A l'instar des levées de startups, les levées de fonds de *venture* et de *growth* ont également connu un net ralentissement depuis début 2022. En France et au Benelux, elles ont atteint chacune 2,4 Mds€ au S1 2023², des chiffres comparables à des niveaux pré-covid et attestant d'une division de plus de deux fois par rapport au point haut fin 2021 / début 2022.

Graphique 4 : Levées de fonds « venture capital » par région



² Source : Invest Europe (pour toute la section).

Graphique 5 : Levées de fonds « growth » par région



Si ces chiffres témoignent d'une crise d'ajustement par rapport à l'exubérance des années 2020-2021, il faut être très attentifs à ce que cette baisse significative ne se transforme en crise de financement structurelle en raison de la combinaison de désengagement total ou partiel en tant que LPs, dont le groupe de travail perçoit des signaux forts : du Fonds européen d'investissement (FEI) vis-à-vis des fonds *early stage* français, des assureurs français (lié à la hausse des taux, à la baisse de la collecte voire décollecte mais aussi à leur méfiance vis-à-vis des valorisations dans les livres de fonds technologiques) et des grands groupes (après une belle montée en puissance depuis une dizaine d'années).

Pour l'éviter, le groupe de travail renvoie aux précédents travaux sur le financement, notamment les propositions sur l'épargne de long terme (ex. : PER) et les programmes Tibi, en plus des mesures ci-après :

Recommandation 2.1 : Pousser le FEI à réinvestir dans les fonds *early stage* français

Les sociétés de gestion consultées nous ont fait toutes remarquer que **le FEI avait décidé de réduire considérablement son exposition à la France en n'investissant presque plus dans les fonds *early stage***, l'exception de quelques fonds avec des thématiques spécifiques.

Même si le FEI a été un soutien historique de nombreux fonds français, ce revirement stratégique tombe au plus mauvais moment étant donné les difficultés de sociétés de gestion à relever leurs fonds successeurs avec des LPs impactés sensiblement par la hausse des taux.

Nous recommandons ainsi aux autorités françaises d'inciter le FEI à revoir sa politique d'investissement pour continuer le soutien aux levées de fonds français *early stage*.

Recommandation 2.2 : Revoir le RGEC pour que le FEI ne soit plus considéré comme un investisseur public
La révision du Règlement général d'exception par catégorie (RGEC) en droit européen cette année a eu pour conséquence de considérer le FEI comme un investisseur public.

Or, des dispositions s'appliquent concernant la règle de 30% minimum d'investisseurs privés indépendants : les lignes directrices relatives aux aides d'État visant à promouvoir les investissements en faveur du financement des risques de 2014 faisaient expressément mention de cette règle. Les nouvelles lignes directrices relatives aux aides d'État visant à promouvoir les investissements en faveur du financement des risques de 2021 n'y font plus référence mais renvoient aux lignes directrices générales sur les aides d'État de 2016 dans lesquelles la Commission s'appuie pour qualifier le caractère économiquement important des investisseurs privés indépendants sur des décisions dans lesquelles ce seuil de participation était d'environ 30 %.

De ce qui précède, il serait permis de déduire que la règle de 30 % minimum d'investisseurs privés indépendants s'appliquerait pour les fonds qui dans le cadre du financement des risques visent le financement de jeunes pousses, les PME et certains types d'entreprises à moyenne capitalisation

innovantes et axées sur la croissance aux premiers stades de leur développement. C'est une nouvelle contrainte pour les levées de fonds, dans une période déjà compliquée.

Recommandation 2.3 : Co-financer des fonds d'opportunité par Bpifrance pour les meilleurs actifs des fonds de VC

A l'inverse de mesures défensives pour des sociétés en mal de financement, une proposition offensive serait **d'accélérer, avec le soutien de Bpifrance, le financement de fonds d'opportunité destinés à poursuivre le financement des meilleures lignes des fonds de VC.**

La mise en œuvre de cette mesure aurait plusieurs effets positifs sur l'écosystème French Tech :

- Tout d'abord, les investisseurs en capital-risque devraient assumer leurs responsabilités et gérer leurs investissements moins performants.
- Ensuite, cela leur permettrait de **générer de la liquidité sur leurs meilleures participations grâce à des fonds secondaires, tout en bénéficiant des plus-values du fonds d'opportunité.**
- De plus, cela aurait un **excellent effet d'annonce sur la maturité de l'écosystème** et éviterait de reproduire la situation de 2020-2021 où 70% des gros tours de financement étaient menés par des investisseurs américains.

Pour sa bonne application, certaines conditions doivent être respectées : un tour à une meilleure valorisation (*upround*) doit être réalisé par un tiers, une discussion au cas par cas avec Bpifrance est nécessaire pour sélectionner les bonnes entreprises, et les frais doivent être très limités mais il faut garder du carried interest.

Recommandation 2.4 : Signer le Décret numéro 2017-887 dans sa version amendée de 2018 relatif à l'organisation financière de certains régimes de sécurité sociale

Les politiques de placements financiers de nombreuses caisses de retraite françaises sont régies par le décret n°2002-1314 du 25 octobre 2002 relatif à l'organisation financière des régimes d'assurance vieillesse des travailleurs non-salariés des professions non agricoles et de certains régimes spéciaux et modifiant le code de la sécurité sociale et le code de l'aviation civile. 6 décrets ont ensuite apporté des modifications en particulier le décret n°2017-887 du 9 mai 2017 relatif à l'organisation financière de certains régimes de sécurité sociale venant donc annuler et remplacer le décret de 2002.

Concernant les investissements en actifs non cotés (hors immobilier physique dont le ratio de détention peut atteindre 20% de la réserve) le texte de 2002 les limite à 5%. Le décret de 2017 portait cette limite à 15% avec en contrepartie une sorte de fléchage vers l'espace économique européen (faute de pouvoir explicitement le faire vers la France). Ce décret n'est jamais entré en application.

Une initiative de place de 2018 regroupant tous les acteurs (les 17 caisses de retraites, tutelles, France Invest, conseils) était parvenue à un accord sur un nouveau texte qui ne demande qu'à être officiellement promulgué. **Cette promulgation permettrait de débloquer des dizaines de milliards d'euros qui viendraient abonder les fonds d'investissement de capital investissement français, dont assurément plusieurs milliards dans les fonds de capital-risque.**

VOIES D'EXIT POUR LES STARTUPS

Éléments de contexte

Le paysage quantitatif des exits

	Poids en montants cédés au coût historique (2020-2022)	Poids en nombre d'entreprises (2020-2022)
Cession à des institutions financières	2%	2%
Cession à une autre société de capital-investissement	15%	11%
Cession au management	5%	10%
Cession de titres cotées après introduction en bourse	16%	13%
Cession industrielle	37%	21%
Perte totale	9%	13%
Remboursement des actions de préférence, d'emprunts ou de dettes mezzanine	16%	31%
Autre	0%	0%
Total général	100%	100%

Source : France Invest

En montants K€	France			Europe		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Cession à des institutions financières	14 482	21 957	17 691	150 489	86 759	158 209
Cession à une autre société de capital-investissement	55 767	133 119	175 197	199 253	461 508	419 819
Cession au management	32 669	31 138	52 578	280 148	103 628	93 473
Cession de titres cotées après introduction en bourse	193 191	97 403	116 605	504 652	548 800	343 544
Cession industrielle	206 287	382 738	334 065	1 041 595	1 565 058	1 318 117
Perte totale	69 725	49 360	93 506	286 797	240 191	285 958
Remboursement des actions de préférence, d'emprunts ou de dettes mezzanine	106 727	122 146	159 047	195 127	355 516	307 455
Autre	4759			165 536	147 075	123 645
Total général	683 607	837 861	948 689	2 823 598	3 508 534	3 050 220

Sources : France Invest - Cessions en venture / Invest Europe - Divestments – Industry statistics.

De manière générale, le contexte de ralentissement des financements se ressent dans le paysage des sorties françaises et européennes, à travers un **ralentissement de la hausse des cessions de capital-**

innovation de 9 points en France de 2020 à 2022 (+22% entre 2020 et 2021 à +13% entre 2021 et 2022) et une diminution de plus de 15% en Europe de 2021 à 2022 (tableau ci-dessus). Les raisons suivantes peuvent être avancées :

- (i) incertitude du contexte marquant le retrait des grandes opérations
- (ii) conditions et accès au financement plus durs
- (iii) allongement de la durée de mise en œuvre des opérations, etc.

Cela a davantage affecté les **types de sortie les plus privilégiés par les startups après les années 2000 : les fusions acquisitions et les IPO**. Elles représentaient respectivement 75% et 17% des sorties de startups entre 2006 et 2010. Les cessions industrielles conservent néanmoins leur domination sur le nombre de sorties totales en Europe (373 sur 1438 opérations) et en France (106 sur 445). **Elles représentent toujours le montant de sorties le plus important pour les deux zones géographiques** (37% des montants des sorties françaises de 2020 à 2022).

Les **sorties après IPO se sont également révélées moins attractives pour les startups dans la période récente**, en raison de la moins grande stabilité qu'elles offrent. La valeur des sorties après IPO a surtout diminué en Europe, où elle connaît une baisse de près de 40% de 2021 à 2022 (tableau ci-dessus). En France, **le recul est moins important puisque les cessions après IPO se maintiennent au niveau des autres modes de sorties** (44 opérations sur 445 en 2022, le même nombre que les cessions au management, contre 49 sorties vers des sociétés de capital-investissement cette même année).

Les autres modes de sorties, tels que le capital-investissement et les cessions au management, semblent eux s'être imposés dans la répartition des cessions au sein du capital-innovation. Si la valeur des cessions à une autre société de capital-investissement a presque doublé en Europe, elle a triplé en France (16% des montants des sorties entre 2020 et 2022). Le nombre de startups se tournant vers le capital-investissement pour leurs sorties en France a aussi cru de manière substantielle : il est passé de 8% entre 2006 et 2010, à 24% d'entre elles entre 2021 et 2023. En Europe, le capital-investissement est devenu la principale voie de sortie pour les sociétés tech, en particulier les sociétés de logiciels d'Europe occidentale, et concerne deux tiers des transactions pour les opérations supérieures à 30 millions d'euros au cours des deux dernières années.³

Les cessions au management, alors qu'elles diminuent légèrement en valeur en Europe, augmentent substantiellement de près de 70% entre 2021 et 2022.

Cette transformation du paysage des sorties françaises laisse entrevoir plusieurs éléments :

- (i) **un attachement accru des startups à l'autonomie de leur structure de gestion et de leadership**
- (ii) **un intérêt renforcé des investisseurs aux critères de rentabilité, d'efficacité du capital ainsi qu'aux perspectives de croissance et d'expansion externe de l'entreprise.**

Les propositions suivantes visent à dresser un panorama actualisé du paysage français des modes de sorties, afin d'aider les startups et les fonds à identifier les points clé de la préparation à ce type d'opération, tout en visant à renforcer, en contrepoint à la logique d'« exit », les écosystèmes de « réception », non cotés comme cotés.

Thématique 1 :

Renforcer la capacité des ETI et des grands groupes français à acquérir des startups ambitieuses.

Les données France Invest ci-dessus montrent **que la majorité des exits se fait via une acquisition stratégique**. La lecture proposée par le rapport VC & Exit Multiples 2023 d'Avolta est encore plus contrastée : **de manière constante depuis 2020, les acquisitions par des corporate représentent 70% des opérations d'exit**. On pourrait donc penser a priori qu'il n'y a rien à faire sur cet axe déjà très développé, mais nous pensons qu'il y a néanmoins matière à réflexion.

Les acquisitions en nombre de deals sont à plus de 50% effectuées par des entreprises françaises, environ 25% européennes et 15% US. En revanche, si l'on regarde les transactions en valeur, le mix est totalement différent car les valorisations sur les transactions en France sont notablement plus faibles qu'en Europe,

³ Clipperton, The journey from Venture Capital to Private Equity : A guide for Tech Startups.

elles-mêmes plus faibles qu'aux US. En considérant le multiple EV/Revenu, les valorisations aux USA sont deux fois plus importantes qu'en France.

Dans un contexte où le contrôle des investissements étranger dans les entreprises française est régulièrement renforcé, **il convient de renforcer la capacité des ETI et des grands groupes français à acquérir des startups ambitieuses.**

Cela passe largement par le **développement d'une culture de collaboration avec les startups, de leur financement et des méthodes pour structurer ces transactions et aboutir à une intégration réussie et donc créatrice de valeur**, que le schéma choisi soit celui d'une intégration complète ou d'une filialisation.

Les structures de Corporate VC ou des équipes spécialisées dans les directions stratégie et M&A sont de nature à apporter à des grands groupes une culture et une expérience de la collaboration, de l'investissement minoritaire, de la valorisation et de l'intégration des startups. Les rationnels stratégiques peuvent être de plusieurs natures : renforcer le cœur de métier, recherche de diversification, transformation.

Recommandation 1.1 : Encourager le développement des CVC au sein des grandes entreprises Françaises

Thématique 2 :

Fluidifier l'accès à la liquidité via des sorties totales ou partielles par des fonds de Growth ou de Private Equity

Nous constatons qu'il n'y a **pas suffisamment d'opportunités de monétisation secondaires pour les fonds de VC, même si le récent rapport de Clipperton suggère qu'il y a une évolution positive en ce sens.**

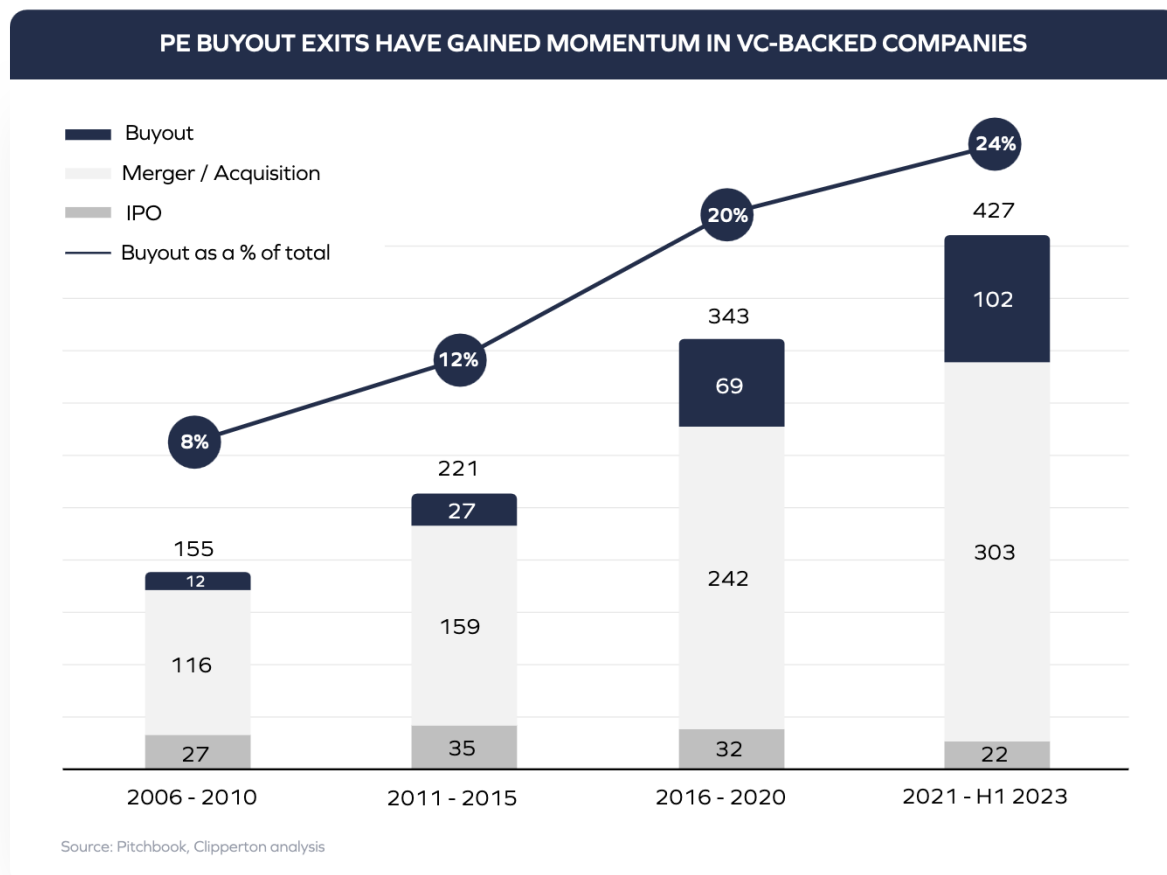
Les fonds de *growth* sont pour la plupart capables de réaliser des transactions de 100% secondaire minoritaire ou majoritaire, et les fonds de Private Equity proposent des sorties majoritaires. Il y a pourtant encore peu de ces transactions réalisées sur des entreprises financées par les fonds de Venture.

Plusieurs observations de marché contribuent à ce constat :

- Il y a un gap entre les écosystèmes Venture et Private Equity
 - **De nombreuses entreprises des portefeuilles de Venture se développent avec un profil plus pertinent pour un fonds de Private Equity que pour un parcours Venture > Growth > IPO qui est celui traditionnellement recherché par les fonds de Venture.**
 - Cela dit, les fonds de Venture ne communiquent pas avec les fonds de Private Equity et le passage d'un écosystème vers l'autre est donc difficile. **Les fonds de Venture ne sont pas suffisamment connectés et donc conseillés pour pouvoir accompagner ces entreprises vers une transition pérenne pour une sortie avec un fonds de Private Equity.**
 - Améliorer la communication et rapprocher ces deux écosystèmes contribuerait à créer de nouvelles opportunités de monétisation pour les fonds de Venture, et permettrait à ces entreprises de continuer leur développement avec un accompagnement adapté à leur modèle.
- Certains fonds et LPs n'acceptent pas de faire une transaction 100% secondaire et promeuvent la notion de "capital at work".
 - Il existe un gap des valorisations entre la valorisation attendue par les fonds de VCs et celle proposé par les fonds *growth* et PE.

Les données de marchés (ci-dessous) nous enseignent **que les fonds de Buyout (Private Equity ou Growth) représentent une part de plus en plus importante des sorties.** Phénomène exacerbé notamment dans un contexte global où les marchés publics sont plus difficilement accessibles.

Graphique 1 : Importante croissance des sorties d'entreprises soutenues par des fonds de venture capitale vers des fonds de Buyout (Private equity)



Exit count per exit type for European companies having raised more than €5m.

Afin d'accélérer cette tendance émergente et les transactions réalisées sur des entreprises financées par les fonds de Venture, le groupe de travail propose la mise en place des mesures suivantes :

Recommandation 2.1 : Encourager les investisseurs (GPs et LPs) à proposer et valoriser les transactions de 100% secondaire dans le cadre des tours de table afin d'offrir une liquidité partielle ou totale à certains investisseurs.

Recommandation 2.2 : Encourager les fonds de Venture Capital à envisager des liquidités totales ou partielles en dehors de process de levée de capital.

Recommandation 2.3 : Créer un forum commun pour améliorer la communication entre les deux écosystèmes Venture et Private Equity.

Thématique 3 :

Créer des opportunités de sortie en secondaire pour les sociétés n'ayant pas encore atteint une taille critique

Les sorties vers des fonds sont aujourd'hui majoritairement concentrées sur des sociétés *late-stage* qui ont déjà atteint un chiffre d'affaires conséquent, de plus de 10-20m€.

Focused Funds (>= 3 investments in France)

AuM in \$M	Profitable secondary	Unprofitable secondary
Early-stage	\$120,003.9	\$313,839.0
Late-stage	\$2,339,157.3	\$1,719,641.5

# of Funds	Profitable secondary	Unprofitable secondary
Early-stage	21	38
Late-stage	30	22

Source : PitchBook Data

En parallèle, le Baromètre EY x France Digitale nous enseigne que :

- 27% des sociétés dont le Chiffre d'affaires est inférieur à €10m sont profitables
- 71% de ces sociétés de « petite taille » et déjà rentables ont une croissance inférieure à 100%

	Profitables			Non Profitables			Total
	<50% de croissance	50%<=Xce<100%	>=100%	<50% de croissance	50%<=Xce<100%	>=100%	
<10m€	32	16	20	73	17	96	254
Entre 10m€ et 20m€	3	2	1	1	0	1	8
>=20m€	5	2	3	9	3	2	24

Ce pool de sociétés rentables et dont le chiffre d'affaires est inférieur à €10m et dont la croissance est inférieure à 100% ne sont plus la cible des fonds de capital risque ou fonds de *growth* (croissance trop faible) et ne sont pas encore la cible de la plupart des fonds de Tech Buy-Out (qui ciblent des sociétés de taille plus importante).

Ces sociétés sont par ailleurs **trop jeunes pour rentrer dans le radar des équipes M&A des grands acquéreurs potentiels**. Il s'agit donc de sociétés très peu liquides, pour lesquelles la liquidité sera très compliquée et/ou longue à atteindre. Elles sont cependant pérennes (puisque profitables) et pourraient faire l'objet d'une consolidation de marché, notamment d'une consolidation entre concurrents européens.

Cette consolidation reste extrêmement compliquée sans l'intervention d'un fonds externe capable de valoriser les différentes sociétés à fusionner, permettant :

- d'investir dans la croissance de la nouvelle entité
- de proposer de la liquidité (a minima partielle aux investisseurs de chaque entité)

La liquidité pour les fonds de VC se fait souvent lors d'une sortie totale et les liquidités partielles en amont de cette sortie sont limitées. Or des acteurs spécialisés commencent à se positionner sur des transactions avec les gérants de fonds de VC (les GP) de manière à leur apporter une liquidité par rachat d'une ou plusieurs lignes de leur portefeuille.

Ces transactions sont dites *GP-led*, par oppositions aux transactions *LP-led* où c'est un investisseur qui cède des parts de fonds.

Dans le cas du *GP-led*, un **fonds primaire cède tout ou partie de son portefeuille à un autre fonds, secondaire, spécialisé sur cette stratégie**. Sur base d'interviews de ces fonds, leur propre horizon de sortie est de 3 à 5 ans. Ils ne se porteront donc pas acquéreurs d'entreprises trop immatures et sont eux-mêmes dépendants de l'existence de sorties en aval. Ils peuvent donc accélérer la liquidité pour un GP gérant un fonds de VC, mais ils restent dépendants de l'écosystème des exit.

Techniquement, les **participations cédées sont apportées à un véhicule dédié** (SPV) financé principalement (mais pas nécessairement uniquement) **par le fonds de secondaire**. Le gérant du fonds primaire récupère du cash, qu'il peut réinvestir ou redistribuer plus rapidement à ses investisseurs (LPs).

Il est fréquent que le gérant du fonds classique gère le SPV ainsi créé (il connaît le portefeuille mieux que personne), ce qui provoque une situation de potentiel conflit d'intérêt qui implique de recueillir l'assentiment des LPs du fonds cédant. Les quelques expériences existantes sur le marché Français montrent que les LPs doivent être formés à ces transactions.

A ce jour en France, il existe peu de fonds spécialisés sur les transaction secondaires GP-led. On peut citer Quadrille (depuis quelques années) et RockBy (first time fund) en France ou Industry Ventures aux US.

L'inclusion de cette thèse d'investissement au cahier des charges de l'initiative Tibi 2 est destinée à accroître la notoriété de ces fonds auprès des LPs institutionnels, afin qu'ils incluent cette opportunité dans leurs allocations, mais aussi qu'ils s'accoutument avec cette pratique et puissent donc la traiter lorsqu'un gérant viendra leur proposer de céder une partie de ce portefeuille avec ces modalités. Le groupe de travail propose en parallèle plusieurs mesures :

Recommandation 3.1 : Booster l'émergence d'offre de fonds secondaires ou de consolidation ciblant des sociétés rentables dont le CA est inférieur à 10m€

Recommandation 3.2. : Poursuivre l'analyse pour **quantifier l'opportunité de marché en France et son effet sur la liquidité des fonds primaires**

Recommandation 3.3 : Si cette opportunité est suffisamment importante, **étudier des mesures permettant de favoriser l'émergence de fonds de secondaire en France**

Thématique 4 :

Agir sur l'offre : amener en bourse des entreprises (et leurs investisseurs) préparés et conduisant une stratégie de valorisation pour le long terme

En bas de cycle, les IPO restent une perspective attirante

L'expérience récente mitigée des IPO techs est partagée entre les Etats-Unis et l'Europe mais revêt pour cette dernière un enjeu particulier compte-tenu d'un écosystème d'investisseurs moins mûr ou plus fortement challengé dans sa collecte du fait de la faiblesse de l'allocation d'épargne en amont en actions. Au vu de l'analyse développée infra, deux axes d'actions devraient être activés simultanément :

- **Renforcer la maturité des entreprises et celle de leurs investisseurs**, à la fois s'agissant **de leur préparation et la pertinence de leur stratégie de valorisation** pour un succès dans la durée. Il est en particulier important de s'adapter au raisonnement des investisseurs cotés qui s'intéressent au prix moyen plus qu'au prix marginal, et de construire une crédibilité durable en laissant des marges de manœuvres dans les business plan présentés à l'IPO ;
- Soutenir l'écosystème de fonds domestiques (Europe) au travers de deux groupes de propositions complémentaires :
 - (i) **optimiser l'adéquation offre/demande en réduisant les goulots d'étranglements** qui gênent actuellement la participation au continuum de tailles de cibles proposées, en **suscitant ou renforçant des fonds de fonds soutenus par les institutionnels** sur le modèle de l'initiative Emergence et insérés au cœur du dispositif Tibi ;
 - (ii) **redynamiser les fonds PEA-PME**, base active d'investisseurs qui doit trouver son second souffle, **en réformant les critères d'éligibilité et en leur donnant un accès équilibré à la logique de « fléchage » de l'assurance-vie et de l'épargne-retraite prévue par la loi Industrie Verte.**

En septembre 2023, SG a mené une enquête auprès d'investisseurs *long only* et de fonds spéculatifs du monde entier afin de recueillir leurs impressions et leurs attentes sur les introductions en bourse en 2024. Plusieurs tendances de fond en ressortent.

- Tout d'abord, plusieurs prérequis semblent nécessaires pour accompagner un redémarrage et une montée en puissance du marché des IPO européennes en 2024 : **une meilleure visibilité des**

tendances macro-économique et du marché equity pour 66% des répondant, mais **aussi une meilleure confiance grâce au succès des premières opérations et des transactions associées en secondaire** (64% d'entre eux).

- Il apparaît ensuite une très forte attirance pour les opérations lancées en poursuivant une logique de croissance résiliente et rentable (87 %), loin devant celles suivant des scénarios de consolidation (49 %) ou de forte croissance (49 %), dans la continuité des choix exprimés dans notre précédente enquête (2022). Les investisseurs ont également des préférences marquées en termes de secteurs : **l'évolution de la réglementation et la mise en place de politiques publiques de soutien confirment la première position de la transition énergétique (85 %), le secteur technologique restant toutefois un second choix plébiscité (75 %)** porté par des attentes fortes de croissance ainsi que les bonnes performances des valeurs cotées.
- Enfin, un dernier enseignement clé est que 57 % des investisseurs interrogés pensent qu'un flottant minimal de EUR 500 Mn est nécessaire pour chaque opération afin d'assurer sa forte visibilité, une inclusion dans des indices mais aussi une liquidité suffisante sur pour un marché secondaire dynamique.

Analyse de l'expérience des Exits UE-US

Contrairement aux idées reçues, **les opérations de cessions totales ou partielles sont répandues en Europe**. Sur la période observée dans le cadre de l'étude comparative réalisée par Euronext portant sur les années 2015-2022, 28% des IPOs sur Euronext comprenaient une part de cession d'actionnaires historiques, contre seulement 17% aux USA. Post IPO, les opérations d'*exit* totales sont organisées de manière similaire (IPO + 3 ABB en Europe, IPO + 2 ABB aux Etats Unis). Le temps nécessaire aux *exit* complets constaté semble plus long en Europe (2,2 ans contre 1,3 ans aux Etats Unis), mais il est possible que cela provienne d'un biais d'échantillon : moins d'exits totaux aux Etats-Unis, différence de pratiques de lock-up (180 jours aux Etats-Unis, 6 à 18 mois en Europe).

Toutefois, cette différence s'explique en partie par la typologie des entreprises qui s'introduisent en bourse sur les deux géographies, avec davantage d'entreprises matures en Europe et un profil plus Tech aux Etats-Unis. **Le profil sectoriel des IPOs en Europe est en effet plus diversifié qu'aux États-Unis**. Les entreprises présentant une performance financière plus solide sont mieux à même de pouvoir organiser une cession pour les actionnaires historiques lors de l'opération. **La rentabilité des entreprises candidates à la cotation sera un élément important à intégrer dans la facilitation des exit à venir**.

Le marché américain est en proportion plus utilisé par des entreprises à forte croissance notamment dans la Tech avec un actionariat majoritairement composé de fonds d'investissement. Les opérations d'exit sont donc plus souvent réalisés post IPO et à condition que l'intérêt des investisseurs le permette (performance du titre). Il est également important de noter le poids des fonds cross-over dans le dernier tour pré-IPO aux États-Unis, qui est significativement supérieur à ceux observés en Europe. Ces fonds contribuent à simplifier la structure de l'actionariat en réduisant les besoins de liquidité à très court terme de certains fonds historiques lors des processus d'IPO.

La part des entreprises à actionariat contrôlé par les dirigeants (familiales...) rejoignant la bourse en Europe est à l'inverse plus importante. Le rationnel d'une IPO sur le continent inclut donc également plus souvent une logique patrimoniale (liquidité partielle) et de pérennité du contrôle de l'entreprise (gouvernance).

Deux challenges sont donc rencontrés actuellement en Europe pour les Exits :

- **Réussir un Exit par IPO dans la Tech nécessite de rassembler des facteurs de succès spécifiques**, réputés mieux testés aux Etats-Unis même si la période récente n'a pas confirmé la démonstration compte tenu des mauvaises performances post-IPO outre-Atlantique ;
- Conjoncturellement, la fermeture actuelle de la fenêtre des IPOs, qui a démarré dès la fin 2021 avec la remontée des taux s'avère particulièrement longue. Elle risque davantage en Europe qu'aux Etats-Unis de déboucher sur un blocage structurel, du fait des enjeux de taille et d'allocation d'épargne notamment en ralentissant la création et le développement de nouveaux fonds avec une stratégie *growth* et un focus prioritaire en Europe

Toutefois, le principal enseignement de l'étude comparative menée est assez simple et vaut pour les deux côtés de l'Atlantique : **les exits sont d'autant plus rapides et réussis que le cours de bourse de l'entreprise est supérieur au cours d'introduction un an après celle-ci**. La réussite de l'IPO n'est donc pas l'affaire d'un

jour, mais de plusieurs trimestres de crédibilité reflétés dans le cours de bourse et plus encore dans la confiance du marché dans l'équipe de direction et de compréhension de la stratégie d'exit des actionnaires financiers historiques. Au-delà du cas particulier, **le succès ou l'échec influe sur la perception du potentiel pour les futurs candidats et peut s'avérer auto-réalisateur**, dans un sens ou un autre. **Un track-record de réussite constaté sur plusieurs opérations est nécessaire pour construire la crédibilité d'une Place**, qui se nourrit à la fois de la qualité de ses cibles, de celle de ses processus d'introduction et de sa base d'investisseurs.

Cette réussite nécessite la réunion d'un ensemble de facteurs de succès, sur lesquels des leviers d'action doivent être actionnés simultanément. **La mobilisation de la Place de Paris autour de ces enjeux renforcera la crédibilité de l'offre de cotation sur Euronext Paris face aux autres propositions, ce qui est souhaitable à la fois pour ancrer les entreprises de la Tech soutenues par l'écosystème français en Europe et pour réduire leurs risques d'exécution** : les entreprises européennes cotées aux Etats-Unis sont en effet fréquemment malmenées (trop petites et pas assez reconnues sur ce marché). Les entreprises européennes cotées aux USA sont en moyenne 71% moins liquides que leurs comparables US, elles attirent 40% d'analystes en moins et souffrent d'un actionnariat nettement moins profond alors que la complexité des opérations les amènent à engager des coûts supérieurs à celles des IPOs d'entreprises américaines (et plus du double du coût d'une IPO en Europe). Pire, elles ne bénéficient pas de l'effet rareté qui offre aux leaders de la tech cotée en Europe une prime par rapport à leurs concurrents directs américains (exemple : ADYEN est mieux valorisé que PAYPAL). Plus généralement, l'écosystème américain semble très autocentré : les valeurs non domestiques souffrent de performance boursière 1 an après la cotation très largement inférieure à celle des comparables directs aux USA mais aussi en Europe. Aucune IPO européenne aux USA sur les 10 dernières années n'a été intégrée dans les indices domestiques principaux.

Les facteurs de succès et les leviers d'actions concernent tant la qualité de l'offre, autour de l'entreprise candidate à l'exit par IPO, que celle de la demande, du côté des investisseurs.

Conduire une stratégie de valorisation pour le long terme en amenant en bourse des entreprises (et leurs investisseurs)

L'analyse rétrospective des succès et échecs en bourse semble mettre en évidence **un « sweet spot » pour la cotation, se traduisant par un couple capitalisation / flottant** suffisamment important pour

- (i) **attirer les investisseurs institutionnels internationaux** (qui ont des tickets minimums et des ratios d'emprise à respecter, cf partie 3) et
- (ii) **garantir une bonne liquidité du titre sur le marché secondaire.**

C'est pour cette raison que les entreprises Tech européennes candidates à l'IPO, structurellement plus petites que leurs homologues américaines, sont conduites à offrir des proportions de flottant plus importantes. Sur la période 2015-2022, la taille du capital ouvert aux investisseurs à l'IPO est de 30% sur Euronext contre seulement 21% aux USA. Le principal facteur explicatif est la taille minimum garantissant l'accès aux grands investisseurs internationaux, qui s'exprime en valeur absolue. En moyenne, les entreprises ayant rejoint Euronext sur la période avaient une capitalisation boursière de 503 M€ vs 1 646 M€ aux Etats-Unis, avec un écart moins important s'agissant des fonds levés (137 M€ vs 262 M€).

Ce « sweet spot », qui serait, à dire d'expert, d'un minimum de 2Mds€ de capitalisation boursière et de 500M€ de flottant n'est, pour autant, pas suffisant pour garantir le succès et il ne suffit donc pas d'« attendre » que les Licornes aient atteint une valorisation suffisante pour réussir leur cotation.

- (i) **Les facteurs intrinsèques à l'entreprise** (positionnement de leader sur le marché, crédibilité de sa stratégie de croissance et de trajectoire de rentabilité) **et le track-record de l'equity story construit dans les premiers mois post-IPO, sont primordiaux pour assurer le succès de l'IPO et post IPO.**
- (ii) **La typologie d'investisseurs entrés à l'IPO a un impact sur la liquidité secondaire.** L'entrée d'investisseurs Cornerstone est souhaitable pour créer une dynamique de confiance autour de la crédibilité de l'entreprise, mais leur poids nuira inmanquablement à la vélocité du flottant compte tenu de leur stratégie « buy and hold ». La présence du PE dans le capital, investisseurs « cross-over » par stratégie ou par nécessité, pourra créer un risque d'overhang pesant sur la valorisation : leur stratégie d'exit doit être claire et bien comprise par le marché. A cet égard, les

lock-up sont à double tranchant : appréciés pour ce qu'ils apportent à l'alignement des intérêts, ils pèsent en regard sur la disponibilité du flottant et donc la liquidité, et peuvent introduire des effets de falaise (cliff effects). A ce titre, le dernier tour pré-IPO est particulièrement important, non pas pour définir une nouvelle valorisation cible, mais pour commencer à réaligner les horizons de temps des investisseurs qui resteront dans les premiers semestres post-IPO.

- (iii) La question de la **valorisation d'introduction** est clef. Dans le cadre du dernier cycle, les valorisations théoriques atteintes par les investisseurs du PE les ont poussés à avoir de fortes attentes. Les projets d'IPO ne se sont d'ailleurs matérialisés, logiquement, qu'une fois que les marchés boursiers avaient suffisamment monté pour offrir des points de sortie attractifs. Mais ces introductions en fin de cycle se heurtent à des marchés volatiles et difficiles, comme en a témoigné l'année 2021 : embouteillage de projets de cotation, multiples ouvertures et fermetures de fenêtres au cours de l'année, avant de s'assécher brutalement en 2022. Depuis lors, le marché boursier est passé par une nette correction, alors que le capital investissement n'est pas soumis à la même immédiateté et volatilité de ses valorisations. Lorsque les valorisations « privées » ont été communiquées publiquement en amont, souvent à l'occasion des dernières levées, l'ajustement à la baisse de la valorisation à l'IPO peut en outre apparaître comme un signal d'échec par les actionnaires historiques alors que la réflexion sur le prix de revient moyen correspond mieux aux réflexes du monde du coté. Dans ces conditions, il est arrivé, en fin de période d'allocation, que les entreprises préservent la valorisation et réduisent le montant offert, ce qui sécurisait le placement, mais au détriment de la liquidité. Lorsque le prix a été ajusté, la demande n'a pas toujours été au rendez-vous : on a pu parler d'inélasticité au prix, ce qui est paradoxal compte tenu de l'importance accordée à la valorisation par les marchés cotés. C'est sans doute une inélasticité en fin de processus, d'autant plus que le schéma français, parce qu'elle impose une offre au retail, enserre l'émetteur dans une contrainte de fourchette qui limite ses marges de manœuvre sur la taille de la levée et le prix. Reste que la meilleure solution est de proposer le prix et le montant convaincant d'emblée.

La stratégie classique de succès des entreprises familiales s'introduisant en bourse pourrait davantage inspirer les projets de cotation des entreprises soutenues par le private equity : discrétion sur la valorisation « privée » en amont, introduction sur une base de valorisation attrayante, tenant compte des métriques admises sur les marchés cotés, permettant de récompenser les investisseurs à l'IPO en leur « laissant de l'alpha » et de garantir un bon comportement du cours post-IPO. Les actionnaires historiques et l'entreprise en bénéficient post-IPO, dans leur stratégie de valorisation, de financement de la croissance et, le cas échéant de poursuite de la stratégie d'exit. Dans un réflexe de gestion patrimoniale, la logique de prix moyen (et non pas de prix marginal) assure un plus grand alignement d'intérêts entre les actionnaires nouveaux et historiques.

Si **une certaine taille d'introduction est donc recommandée**, en tous cas à l'appui d'une forte ambition et notamment lorsque l'IPO est destinée à permettre la sortie des actionnaires historiques et de nouvelles levées pour développer l'entreprise, il faut se garder d'en faire une condition systématique.

- D'une part, Euronext Paris regorge d'histoires d'entreprises entrées sur de faibles capitalisations et/ou levées, qui se sont fortement développées. Le SBF 120 compte 20 entreprises qui ont rejoint la bourse avec une valorisation boursière inférieure à 1Md €. EUROFINS, qui a rejoint le CAC 40 en 2021, avait réalisé son IPO fin 1997 lorsque le groupe réalisait 7M€ de CA et avait levé 9.6M€ en augmentation de capital sur une valorisation de 36.6M€. Depuis, le groupe affiche la performance boursière la plus élevée de toutes les entreprises cotées du monde occidental. La famille a progressivement élargi le flottant et possède toujours env. 34% du capital). Certes, l'évolution des marchés les a rendus plus exigeants vis-à-vis de ce type de modèle, sous l'effet de l'impact de la gestion passive et de la réduction de la liquidité pour les petites valeurs. De fait, ces histoires à succès ont bénéficié d'un accompagnement par une gestion spécialisée sur les small / midcaps et pu être portées dans la durée. Plus que la taille à l'IPO, l'élément déterminant est la trajectoire de croissance. Les investisseurs sélectionnent des entreprises sur la base d'un plan stratégique présenté sur 3 à 5 ans. L'IPO doit permettre de donner la structure de financement adéquate sur la durée du plan. Lors de son renouvellement, la valorisation boursière (et donc la croissance sur la période) doit être suffisante pour toucher un nouveau bassin d'investisseurs (fonds small cap France -> Euro -> Europe ; fonds midcap Europe -> Fonds large cap Europe et US). Cet enrichissement continu du bassin d'investisseurs potentiels est le principal facteur déterminant la hausse du cours sur moyen et longue période en créant des phases d'aspiration. L'entreprise candidate idéale à l'IPO est donc celle qui a la capacité de pouvoir

bénéficier d'un horizon de temps indéfini que seule la bourse peut lui offrir. Citons ici, l'exemple de l'entreprise de conseil WAVESTONE, introduite en bourse pendant le krach de 2000 pour quelques dizaines de millions d'euros et dont la capitalisation boursière est désormais de 1Md€ (avec des succès importants sur le marché US notamment par croissance externe).

- D'autre part, au-delà de leur taille, les entreprises de la Tech candidates à la cote ont toutes des caractéristiques de midcaps (la capitalisation boursière moyenne du CAC MID est de 3,9Mds€) compte tenu de leurs enjeux propres (absence de track-record, de rentabilité éprouvée...). Elles ont donc un potentiel d'attirer en priorité des fonds européens et marginalement des fonds US (variable en fonction des thématiques). La capacité à attirer des fonds large cap dépendra donc avant tout de la trajectoire des premières publications.
- Enfin, il paraît peu crédible que puissent se présenter sans inquiétude, après une traversée du désert sans IPO de taille moyenne, de nombreuses IPO de grande taille initiées par des entreprises récentes et/ou n'ayant pas démontré durablement leur rentabilité, sur une Place qui n'aurait pas elle-même établi son track-record de succès ni éduqué ses investisseurs locaux et internationaux. Pour toutes ces raisons, la capacité des marchés boursiers à accueillir dans de bonnes conditions des midcaps d'une variété de taille, à condition qu'elles soient bien préparées et que leur stratégie de développement et de positionnement vis-à-vis des investisseurs soit claire et cohérente, est importante.

Fort de ces constats, le groupe de travail propose l'implémentation des mesures suivantes :

Recommandation 4.1 : Poursuivre le travail de sensibilisation des VC, du PE et des fonds private aux enjeux de l'exit par IPO et de connaissance des marchés Euronext (programme PShare ; tournée en cours des grands VC Tier1 par l'équipe listing d'Euronext)

Recommandation 4.2 : Développer une stratégie de valorisation et de présentation en amont aux investisseurs (charte des bonnes pratiques IPO)

Recommandation 4.3 : Construire une crédibilité durable de l'émetteur (equity story, communication financière) (charte des bonnes pratiques IPO)

Recommandation 4.4 : Sensibiliser les PE aux facteurs de succès de la cotation, aux modes de raisonnements des investisseurs publics et aux bonnes stratégies d'exit (éviter les sorties au fil de l'eau) (programme PE Share d'Euronext, partages de bonnes pratiques : développer les canaux d'acculturation : France digitale / France Invest, Club Cornestone Bpifrance & Club CFO French Tech).

Thématique 5 :

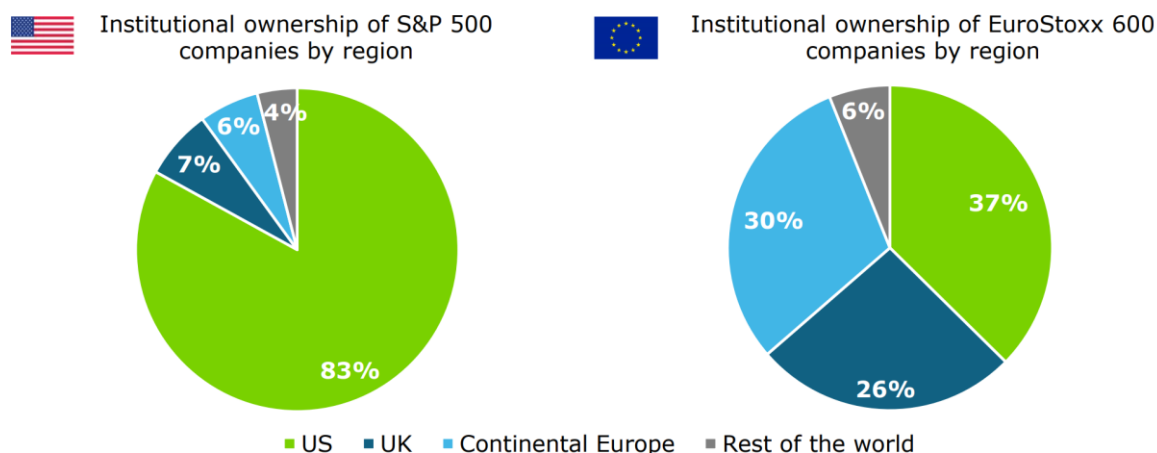
Renforcer structurellement la base d'investisseurs présente sur la Place

La **crédibilité d'une place boursière pour attirer les meilleurs prospects et nourrir sa franchise de cotation repose sur sa capacité à attirer les capitaux internationaux et les combiner à une base d'investisseurs locaux solide**. Euronext Paris dispose de deux atouts en la matière, et fait face à une faiblesse structurelle.

- Le premier atout est la **présence confirmée des capitaux internationaux sur les marchés d'Euronext**, indispensable pour porter la dynamique de croissance. Cette présence des investisseurs internationaux, confortée par la capacité d'Euronext à acquérir la taille nécessaire pour les attirer grâce à la mise en synergie de ses sept marchés boursiers, peut cependant être relativisée à deux égards si elle devient une dépendance
 - (i) elle **reste sujette à un biais domestique** et donc s'avère procyclique, avec un retrait plus rapide pendant les phases récessives ;
 - (ii) elle **reste une fonction fortement sensible à la taille des émetteurs** ;

Graphique 2 : répartition de la base d'investisseurs par région

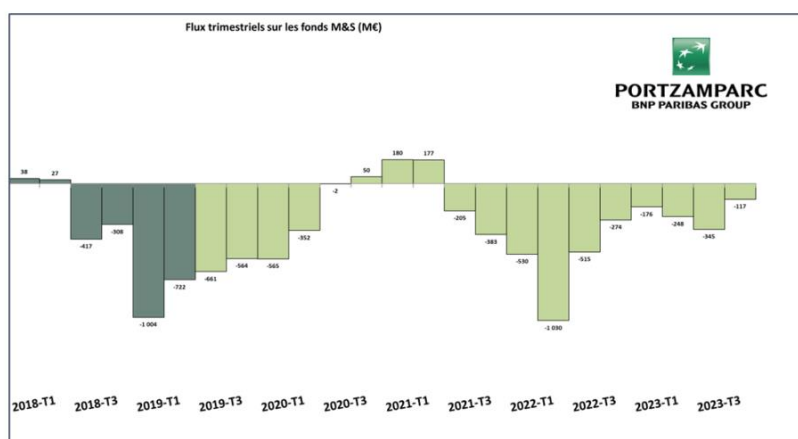
Investor base breakdown by region



- Le deuxième atout est la **co-existence sur la place de Paris de sociétés de gestion généralistes de premier plan et d'un écosystème d'émetteurs, d'asset managers « stock-pickeurs » et de brokers spécialisés dans les small et midcaps**. Paris compte la même densité de société de gestion que la place de Londres. Cette base d'investisseurs locaux, soumis cette fois-ci à un biais domestique favorable, est un avantage comparatif pour justifier une cotation à Paris plutôt qu'aux Etats-Unis ou sur une autre place européenne.
- La faiblesse est, sans surprise, celle de la base d'investisseurs en actions : **l'épargne française souffre d'une faible orientation de l'épargne en actions, en l'absence de fonds de pension et compte tenu d'un système d'incitations cognitives et fiscales tendant à privilégier historiquement les dépôts et placements garantis**. Le **traitement prudentiel défavorable** auquel sont soumis, dans le cadre de Solvabilité 2, les actifs des assureurs, premiers distributeurs de l'épargne non bancaire, complète cet environnement défavorable.

La surperformance historique de la classe d'actifs small et midcaps parisienne a longtemps permis de conserver une collecte suffisante, grâce à des effets de rotation, et de compenser ainsi le caractère sous-critique du potentiel d'épargne. Mais la période actuelle est celle d'une boucle défavorable. Dans un contexte marqué par le développement de la gestion passive et la répétition de chocs géopolitiques et macro-économiques, **les fonds SMIDs sont entrés dans un cycle de décollecte / sous-performance**. Depuis 2018, les fonds small & mid caps France ont souffert de plus de 8Mds€ de décollecte entraînant une forte sous-performance de cette classe par rapport aux grandes valeurs (-40% sur 5 ans, alors que de 2000 à 2018, les mid & small caps avaient battu le CAC 40 16 fois sur 18)

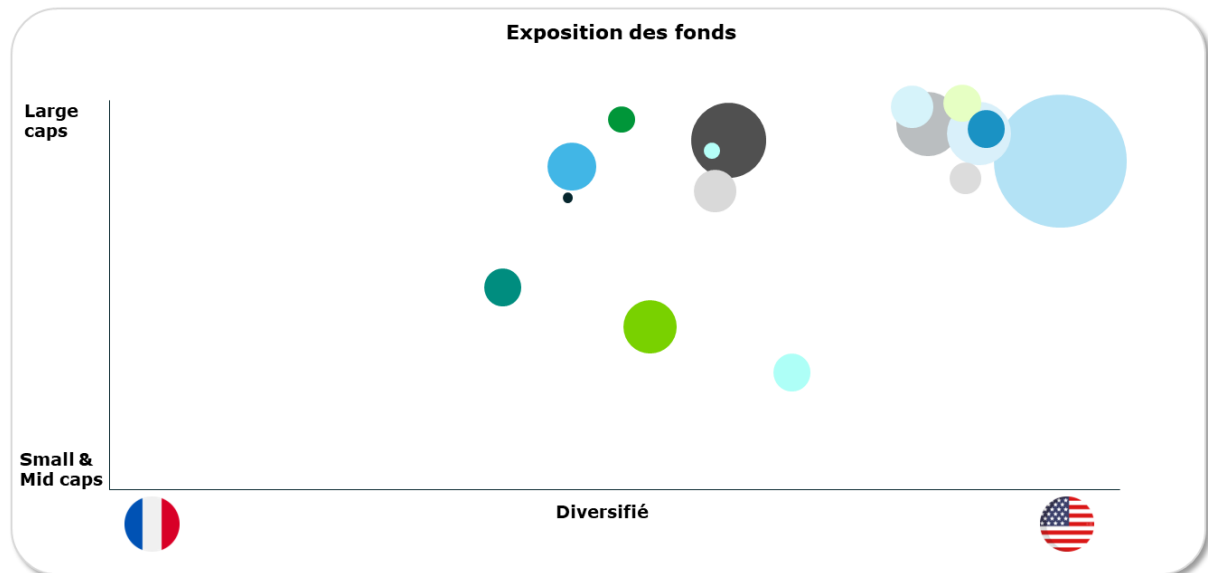
Graphique 3 : flux trimestriels sur les fonds small & mid caps en millions d'euros



Certains blocages structurels se sont ajoutés à cette faiblesse originelle en raison des effets de consolidation. **Les investisseurs** – en France, principalement les assureurs – **ne sont pas enclins à disperser leurs investissements en raison de leurs contraintes de gestion** (sélection et suivi des fonds, problématique des ratios d’emprise). Ils souhaitent donc pouvoir investir dans des fonds importants. **Corrélativement, les fonds de taille importante ainsi alimentés ne peuvent investir, pour des raisons similaires, dans des entreprises de trop petite taille / au trop petit flottant** : suivi des lignes, ratio d’emprise, liquidité minimale comptée en jours de désinvestissement. Pour cette raison, un certain nombre de bons candidats à l’IPO n’ont pu être investis par des fonds surdimensionnés par rapport à la cible. A l’autre extrémité du spectre, des fonds sous-dimensionnés ne peuvent effectuer que des investissements perçus comme trop petits par les syndicats bancaires pour des IPOs de taille significative, complexifiant l’exercice de bookbuilding. En l’absence de préparation suffisante, le risque est important que l’offre ne rencontre pas la demande, et que la demande n’intéresse pas l’offre, pour des raisons d’inadéquation structurelle.

Le bilan à ce jour du volet coté de l’initiative Tibi est un bon exemple de l’éviction que peut produire cet effet de structure, en l’absence de politique plus volontariste. Les fonds cotés labellisés importants sont principalement investis en large caps européennes, les fonds domestiques et/ou plus petits peinent à être soutenus par l’initiative et ratent l’opportunité de grossir, voire, dans le contexte actuel de décollecte, de se maintenir.

Graphique 4 : Diagramme des fonds cotés labellisés Tibi



Méthodologie :

Les coordonnées et la taille des points représentant les fonds sont déterminées selon 3 critères :

- La position sur l’axe des ordonnées est déterminée par l’allocation par capitalisation boursière des investissements du fonds (small et mid caps, capi. boursière inférieure à 5 milliards d’euros) ou par la capitalisation médiane des actions du fonds.
- La position sur l’axe des abscisses est déterminée par l’allocation géographique. Plus la répartition est diversifiée, plus le fonds se situe au milieu du graphique.
- La taille du point est déterminée par le montant de l’actif net détenu par le fonds ou son AuM.

On constate une **situation de faille de marché** sur un segment de l’investissement coté couvrant la tranche [100M€-2Mds]. En-deçà, on est sur un marché de micro-caps, destiné à des investisseurs très spécialisés, sollicitant des family office et gestions privés. Au-delà, on entre dans un monde de large caps. Ce segment intermédiaire en difficulté n’est pas homogène, ni complètement stable dans le temps car dépendant des conditions de marché (lors des phases baissières, les investisseurs concentrent leurs positions sur les grandes valeurs) mais il expose à des difficultés similaires.

Pour afficher, en face d'une offre d'entreprises couvrant ce spectre small, mid et (petites) larges caps, un continuum de taille de fonds permettant la meilleure rencontre de l'offre et de la demande, une politique publique est nécessaire qui :

- Assure la meilleure alimentation possible, au vu du paysage actuel de l'épargne française et en adéquation avec les objectifs de rendement long terme, des fonds domestiques actifs investis en actions et particulièrement small et midcaps ;
- Fasse grossir des fonds domestiques (ou européens) structurellement trop petits en rendant possibles les levées institutionnelles pour ce type de fonds.

Cinq recommandations permettraient de contribuer à cet objectif :

Recommandation 5.1 : Exercer une action volontariste sur la rencontre offre-demande grâce à un ou plusieurs « fonds de fonds » permettant de recevoir la collecte institutionnelle « volumique » et l'affecter ensuite à des fonds de taille moyenne (faire grossir des fonds trop petits, soutenir des fonds moyens). Une telle mesure pourra sur l'expérience réussie de l'initiative « émergence » lancée en 2012 avec le soutien de la CDC, Paris Europlace et l'AFG. Celle-ci a drainé 1,2Mds€ de fonds engagés par 16 investisseurs institutionnels afin d'accélérer des sociétés de gestion et compte désormais un volet « Tech for goods » soutenu par 7 d'entre eux, labellisé Tibi en décembre 2022.

Recommandation 5.2 : Porter un regard, dans le cadre de l'initiative Tibi, sur des indicateurs de moyens et de résultats pour la cible d'entreprises visée par l'action publique sous-jacente :

- labellisation d'un ou plusieurs fonds de fonds ;
- objectif de labellisation de fonds domestiques⁴ ;
- suivi des investissements par géographies et taille d'émetteurs.

Ces objectifs pourraient être intégrés dans la charte, sur le modèle de l'engagement pris par les fonds labellisés de regarder, sinon participer, aux processus d'IPO européens des entreprises Tech françaises.

Recommandation 5.3 : Redynamiser les comptes-titres PEA-PME (et ce faisant, l'écosystème de fonds qui s'est développé sur cette base) en faisant évoluer leurs critères d'éligibilité.

Lancés en 2013 pour être distribués dans les comptes-titres PEA-PME, les fonds PEA-PME revêtent une importance particulière pour les introductions en bourse françaises du fait de leur thèse d'investissement domestique.

Si le volet des comptes-titres s'est révélé être un échec relatif du fait du partage de l'avantage fiscal avec le PEA (même si, s'adressant à une clientèle plus fortunée qui a déjà saturé cet avantage, il est aussi plus résilient et a moins décollecté sur la période récente que le PEA), **les fonds ont investi les autres canaux de distribution** (notamment l'assurance-vie en UC et l'épargne salariale) et **bénéficié de l'effet de cluster et de labellisation**. Leur taille et leur poids reste toutefois insuffisants. Pour les dynamiser, ils gagneraient à bénéficier d'une simplification des critères, pour relancer l'accès aux comptes-titres (notamment le remplacement du système d'auto déclaration, mal pratiquée par les émetteurs, par un simple critère de capitalisation), et d'un élargissement de la classe d'actif en remontant le seuil de capitalisation de 1 à 2Mds€ par exemple, pour la rendre plus attractive et permettre de financer les licornes candidates à la cotation.

Recommandation 5.4 : Etudier des mesures pour pallier la situation du segment des PME-ETI cotées afin d'enclencher un cycle vertueux de financement par la bourse pour les entreprises technologiques issues de la French Tech. Face aux récentes difficultés de financement du segment des PME-ETI cotées, une étude plus approfondie des mesures permettant de rétablir des conditions favorables de financement de ce segment sont nécessaires. **Une première étape est l'intégration des PME-ETI cotées dans la gestion profilée de l'assurance-vie et dans les quotas minimums d'investissement pour la gestion par horizons du PER individuel.** Un suivi des allocations devrait être réalisé par la direction du Trésor afin de mesurer l'effet « cluster » sur les fonds PEA-PME.

⁴ Par « fonds domestiques » on entend par hypothèse des fonds nationaux ou européens, type PEA ou PEA PME.

Recommandation 5.5 : Continuer de professionnaliser la participation des sociétés de gestion de la place de Paris aux IPO et aux opérations secondaires (follow-on), suivant les bonnes pratiques définies dans la Charte IPO de 2022 : création de desks ECM chez les grands assets managers ou d'un dispositif adapté en mesure de traiter les enjeux de veille et de compliance et assurer la bonne coordination interne et la réactivité. Cette recommandation entre en résonance, côté offre, avec la présentation des prospectus aux potentiels investisseurs suffisamment en amont. Elle doit s'accompagner de la sollicitation des sociétés de gestion de manière suffisamment complète et granulaire (le syndicat doit être adapté à la typologie d'investisseurs recherchés et autant que possible fédérer des carnets d'adresse complémentaires).

ESG DANS L'ÉCOSYSTÈME TECH

Éléments de contexte

Du développement durable aux critères ESG

Le **développement durable** est une notion formulée officiellement dans le rapport Bruntland de 1987, définie comme « *le développement qui permet à la génération présente de satisfaire ses besoins sans compromettre la capacité des générations futures à assurer les leurs* ». C'est ainsi que les entreprises s'en emparent progressivement pour venir le décliner à leur échelle. À la suite du Sommet de la Terre à Rio de Janeiro (1992), qui proposa un plan d'action déclinable au niveau local à travers l'agenda 21⁵, on parle alors de *Responsabilité Sociétale des Entreprises*⁶.

La **Responsabilité Sociétale des Entreprises (RSE)** s'est imposée comme un sujet central à l'ordre du jour depuis plus d'une décennie. Cette notion est définie par la Commission Européenne en 2011 comme « *l'intégration volontaire par les entreprises de préoccupations sociales et environnementales à leurs activités commerciales et leurs relations avec les parties prenantes* ». La RSE considère donc non seulement la rentabilité financière, mais également les aspects sociaux et environnementaux.

L'importance croissante de la RSE incite et contraint les acteurs économiques à adopter de nouveaux critères de performance, jusqu'à lors purement financiers. La notion de **critères non financiers** émerge à travers la contrainte de mettre en place un reporting extra-financier (Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001). Ce fut l'émergence des **critères ESG** (Environnementaux, Sociaux/Sociétaux et de Gouvernance), qui permettent d'évaluer la prise en compte du développement durable et des enjeux de long terme dans la stratégie des acteurs économiques : entreprises, collectivités, etc. l'objectif étant d'aboutir à la formalisation d'une **trajectoire de durabilité** applicable, pour le périmètre du présent rapport, à l'écosystème français de la Tech.

Une prise en compte hétérogène des critères ESG au sein des startups de la Tech en France

L'ESG fait aujourd'hui l'objet de normes internationales établies de longue date (norme ISO 26000), ainsi que d'un cadre législatif et réglementaire national, dont la France s'est récemment dotée, notamment avec l'entrée en vigueur de la loi PACTE du 22 mai 2019 (*voir Annexe - Un cadre réglementaire existant et évolutif*), tout comme un cadre réglementaire supranational (notamment européen).

Au sein du secteur des hautes technologies, l'ESG est un point d'équilibre à trouver entre impact positif sur la société, et viabilité voire rentabilité économique. Cette notion est mise en visibilité au sein de l'écosystème Tech par de nombreux outils d'évaluation de performance ESG et de reporting, mis en place par les acteurs de l'écosystème (cf. annexe détaillée), émanant notamment des financeurs : lignes directrices EFRAG, Reporting France Invest, Reporting Invest Europe ou encore la Tool Box ESG France Digitale.

Cependant, il est actuellement difficile de faire un état des lieux complet et d'évaluer comment les startups françaises intègrent l'ESG dans leurs activités. La prise en compte de l'ESG varie en fonction de

⁵ [Qu'est-ce que l'Agenda 21 ? | vie-publique.fr](https://www.vie-publique.fr/actualite/agenda-21)

⁶ [Qu'est-ce que la responsabilité sociétale des entreprises \(RSE\) ? | economie.gouv.fr](https://www.economie.gouv.fr/actualites/la-responsabilite-societale-des-entreprises-rse)

leur niveau de développement, tout comme la sensibilité de leurs équipes, et il n'y a actuellement aucune exigence minimale s'appliquant à l'ensemble des startups, indépendamment de leur niveau de maturité.

Les constats, partagés au sein du groupe de travail, sont les suivants :

- (i) une prise en compte inégale des sujets ESG par les équipes dirigeantes des startups ;
- (ii) une mobilisation inégale sur la thématique ESG par certains acteurs présents aux premiers stades de développement des startups ;
- (iii) l'existence d'outils de qualité mis en place par des acteurs de l'écosystème mais non applicables à l'ensemble des startups au regard des niveaux de maturité hétérogènes

Face à ces constats, le groupe de travail a eu pour ambition prioritaire de formuler un socle minimum de critères ESG, applicables indépendamment du niveau de maturité des startups, pour répondre au manque d'uniformité dans les critères requis pour les startups de la Tech en France, pour beaucoup imposés par les financeurs.

Thématique 1 :

Créer un socle d'observation et de mesure des facteurs ESG

Les travaux du groupe de travail ont porté dans un premier temps sur la définition de critères ESG (Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance) adaptés aux startups Tech : un socle commun de critères minimaux est ainsi proposé.

Ce socle de critères a été défini dans l'objectif d'être porteur de valeur durable pour les startups Tech.

L'objectif principal de cette démarche est d'établir un cadre commun de critères afin d'observer la prise en compte des facteurs ESG.

Le cadre proposé ici pourrait servir de référence commune aux différents acteurs pour réduire le manque d'homogénéité actuel dans l'interprétation et la traduction opérationnelle des aspects ESG, et pourrait faciliter l'adoption de ceux-ci par les parties prenantes. La liste complète des critères détaillée par pilier E, S et G est présentée en annexe.

Cette liste de critères serait utilisée principalement par les startups Tech non-soumises à des obligations réglementaires (en-dessous des seuils CSDR) pour établir leur stratégie ESG.

En outre, cela pourrait être la base de communication homogénéisée de ces startups vers l'ensemble de leurs investisseurs / clients, eux même soumis à SFDR / CSDR, afin que ces derniers utilisent les informations afférentes pour leurs propres besoins réglementaire (les critères se basant sur les éléments de référence issus du cadre réglementaire).

▪ Pilier 1 / Environnement :

Recommandation 1.1 : L'écosystème français semble relativement sensibilisé aux problématiques liées au climat et à l'impact carbone. De nombreux acteurs de la tech s'engagent aujourd'hui, comme en témoignent les initiatives suivies par les différents acteurs (*Climate Act, Planet Tech'Care...*) ou encore le développement de modèles d'entreprises innovants en France dans ce domaine. **Nous proposons une liste de critères axée sur la structuration de la démarche environnementale (évaluation / estimation de l'empreinte carbone scope 1, 2 & 3 et définition de trajectoires associées, calcul de la consommation d'énergie), celle-ci se positionnant au cœur de la proposition de valeur des startups Tech.**

Recommandation 1.2 : En complément, nous proposons que chacune des startups puisse définir des objectifs en matière d'environnement associés aux Objectifs de Développement Durable⁷, ou encore qu'une analyse d'impact spécifique soit réalisée vis-à-vis des activités ayant une incidence négative sur les zones sensibles en matière de biodiversité.

▪ Pilier 2 / Social :

Recommandation 1.3 : Le groupe a fait le choix, dans l'objectif de porter les startups tech aux meilleurs standards de performance et de durabilité notamment en termes de mixité et de diversité, de proposer

⁷ [Objectifs de développement durable \(un.org\)](https://un.org)

un socle de critères utilisé aujourd'hui par de nombreuses sociétés de taille plus importante, notamment sur les thématiques de la rotation du personnel et de la mixité

- **Pilier 3 / Gouvernance :**

Recommandation 1.4. : Nous proposons, sur cette dernière thématique, des **critères autour de l'organisation interne (avec un référent ESG), la mixité des organes de direction ou encore la prise en compte de certains risques associés directement aux domaines Tech (cybersécurité...).**

Recommandation 1.5 : Par ailleurs, nous proposons l'application de critères supplémentaires aux startups plus matures ou dont le business model est orienté principalement vers un domaine ESG (exemple : entreprise proposant des solutions dont la principale valeur pour le client est la réduction de son empreinte carbone).

Thématique 2 :

Améliorer la prise en compte des facteurs ESG dans l'écosystème Tech

Après la définition d'un cadre et de critères ESG, nous proposons une série d'initiatives qui pourraient être créées, ou généralisées, au sein de l'écosystème Tech. L'ESG doit être abordé par les startups comme un levier de création de valeur durable et non comme un simple coût humain et financier à supporter.

Partie prenante 1 : les startups et leur écosystème

L'impact et l'engagement de la French Tech dans la dynamique de l'écosystème entrepreneurial français est indéniable. Son influence est notamment perceptible au regard de l'évolution du financement. Il est possible de capitaliser sur ce succès et de l'étendre aux aspects extra-financiers ESG.

- **Mettre en visibilité des critères**

Recommandation 2.1 : Proposer à la French Tech de désigner la liste de critères établie (éventuellement amendée) comme le standard à utiliser par l'ensemble des parties prenantes et de la publier.

Les startups Tech pourront ainsi l'utiliser comme une référence, et communiquer annuellement leurs KPIs ESG (à minima critères socle à des fins de comparabilité) dans leur rapport de gestion annuel afin d'en faciliter le suivi, y compris pour leurs actionnaires.

Recommandation 2.2 : Promouvoir la mise en visibilité des données ESG issues des startups volontaires, notamment à des fins de benchmark, à partir d'une base de données unifiée à l'instar d'une version simplifiée du portail RSE porté par BetaGouv. Cette plateforme pourrait proposer un transfert automatisé aux demandeurs de ces données afin d'éviter aux startups de renvoyer systématiquement leurs données.

- **Engager sur la durabilité via la French Tech**

Recommandation 2.3 : Faire de la durabilité un pilier de la communication de la French Tech, et l'afficher comme étant au cœur de ses missions.

Recommandation 2.4 : Choisir, parmi les objectifs de développement durables (ODD) décrits par l'ONU, un socle minimal d'ODDs applicables à la French Tech et porté auprès des écosystèmes de startups, tout en permettant bien entendu aux startups de choisir librement d'autres ODDs selon leur activité.

Les ODD 5, 8, 12 et 13 apparaissent souvent utilisés, et pourraient être un exemple de socle minimal.



Recommandation 2.5 : Mettre davantage en visibilité les référents ESG au sein de la French Tech, ainsi qu’aux différents niveaux (capitales, communautés).

Les référents French Tech nationaux seraient formés aux problématiques ESG, qui requièrent souvent une expertise importante, sans pour autant être entièrement dédiés à cette seule tâche. Ils (elles) pourraient animer un réseau de référents locaux afin de promouvoir les initiatives existantes en matière d’ESG et d’orienter au mieux les startups sur ces problématiques.

Recommandation 2.6 : Organiser au moins un événement national annuel dédié à l’ESG afin de réunir les acteurs engagés de l’écosystème sur les thématiques environnementales, sociales et de gouvernance.

Ces évènements pourront mettre en valeur les acteurs qui obtiennent les meilleurs résultats et/ou font état des meilleures pratiques.

Recommandation 2.7 : Réunir les nombreuses ressources pertinentes existantes en libre accès (guides de bonnes pratiques et boîtes à outils, Bpifrance, France Invest, France Digitale etc...) et les rendre accessibles via la French Tech (réseaux, site web, newsletter...).

L’objectif est de rendre ces ressources plus facilement disponibles aux startups afin de promouvoir l’adoption généralisée des pratiques durables ou encore de sensibiliser au(x) risque(s) de réputation, juridique(s) et réglementaire(s) liés au greenwashing.

Recommandation 2.8 : Réengager largement l’écosystème autour du « Pacte Parité » de la French Tech, notamment sur les thématiques de représentation et de management.

- **Inciter les structures d’accompagnement à prendre en compte l’ESG dans leurs programmes à destination des startups**

Recommandation 2.9 : Inciter à la désignation de référents ESG au sein des différents acteurs d’accompagnement (incubateurs, accélérateurs, pôles de compétitivité, technopoles...).

Recommandation 2.10 : Conditionner l’octroi de subventions publiques aux structures d’accompagnement à l’inclusion d’une composante ESG dans leurs programmes.

Partie prenante 2 : les financeurs

Les financeurs doivent jouer un rôle crucial en tant que vecteurs des bonnes pratiques en prônant l’orientation vers des modèles d’entreprises durables et la mise en place de politiques ESG, ainsi qu’en incitant à l’utilisation des critères environnementaux, sociaux/sociétaux et de gouvernance.

- **Former les financeurs à l’ESG**

Afin de jouer leur rôle en matière de prise en compte de l’ESG par les startups, les financeurs doivent eux-mêmes être formés à ce sujet, ce qui n’est pas toujours le cas actuellement.

Recommandation 2.11 : Prévoir un cycle de formation “minimal” à destination des équipes et dirigeants de fonds d’investissement.

En fonction du mode d’incitation choisi, le suivi de la mise en place de cette formation peut être effectué par le RCCI, ou toute autre personne qui serait référente sur les sujets ESG au sein de la Société de Gestion, de façon similaire aux pratiques existantes en matière de sensibilisation à la cybersécurité.

- **Standardiser les aspects ESG dans la documentation de financement**

L'une des difficultés rencontrées à date sur ce domaine relativement nouveau est l'hétérogénéité des pratiques des financeurs, alors que le juste équilibre entre ESG et compétitivité est parfois difficile à trouver pour certains acteurs.

Le guide bonnes pratiques « amorçage » rédigé à la suite des travaux précédents du FTFP fait référence à la problématique ESG.

Recommandation 2.12 : Pour les levées post amorçage, réunir les principales parties prenantes en matière de financement (Bpifrance, fonds, France Invest, France digitale etc...) afin de déterminer un socle de clauses standards ESG à intégrer dans la documentation contractuelle de financement. Celui-ci pourra se baser sur la liste de critères établie ici.

- **Aligner les intérêts des dirigeants avec les enjeux ESG**

Recommandation 2.13 : Conditionner une partie de la valeur des *incentives* en capital (ex BSPCE, Free Shares), notamment des dirigeants/fondateurs, au respect d'objectifs ESG prédéfinis puis audités.

- **Mettre en place une charte d'engagement**

Recommandation 2.14 : Mettre en place et promouvoir une charte d'engagement portée par la French Tech pour faire endosser, par les financeurs de la Tech, des engagements de durabilité, en lien notamment avec :

- Les engagements de formation de leurs équipes en matière d'ESG
- L'application des bonnes pratiques en matière de partage de la valeur, de diversité etc.
- La bonne prise en compte, dans le cadre de leur intervention dans la gouvernance des startups, des problématiques ESG et critères associés
- La reprise sous cette ombrelle unique d'engagements / chartes existant(e)s (Pacte Parité *French Tech*, charte d'engagement sur le partage de la valeur *France Invest...*)

La rédaction de cette charte pourrait faire l'objet d'un groupe de travail dédié. Il pourra y être annexé la liste de critères (définis ci-dessus) de manière à afficher des attentes homogènes des financeurs.

L'opportunité d'étendre cette charte à d'autres parties prenantes pourra aussi être examinée ultérieurement.

Partie prenante 3 : les (grandes) entreprises clientes des startups

Le tissu économique français joue un rôle crucial dans la pérennité des startups, et donc la promotion des mesures ESG au sein de l'écosystème. Par exemple, l'initiative "Je Choisis la French Tech", porte l'ambition de doubler les achats des solutions proposées par les startups au cours des cinq prochaines années. Capitaliser sur les clients des startups paraît donc essentiel, dans un objectif d'apport de valeur durable, financière comme extra-financière, et permettrait d'impulser l'adoption généralisée de pratiques ESG au sein de l'écosystème.

Les propositions ci-dessous pourraient être relayées via la French Tech Corporate Community ou encore l'initiative « Je choisis la French Tech ».

Proposition 2.15 : Promouvoir des templates standards à destination des clients des startups Tech pour s'assurer de la bonne prise en compte des critères ESG dans les politiques d'achat et dans les RFP.

Proposition 2.16 : Etablir, pour les plus grands clients, déjà structurés dans le domaine, des propositions en vue d'harmoniser leurs pratiques et promouvoir l'automatisation du transfert de données pré-communiquées par les startups (cf Proposition 2.2).

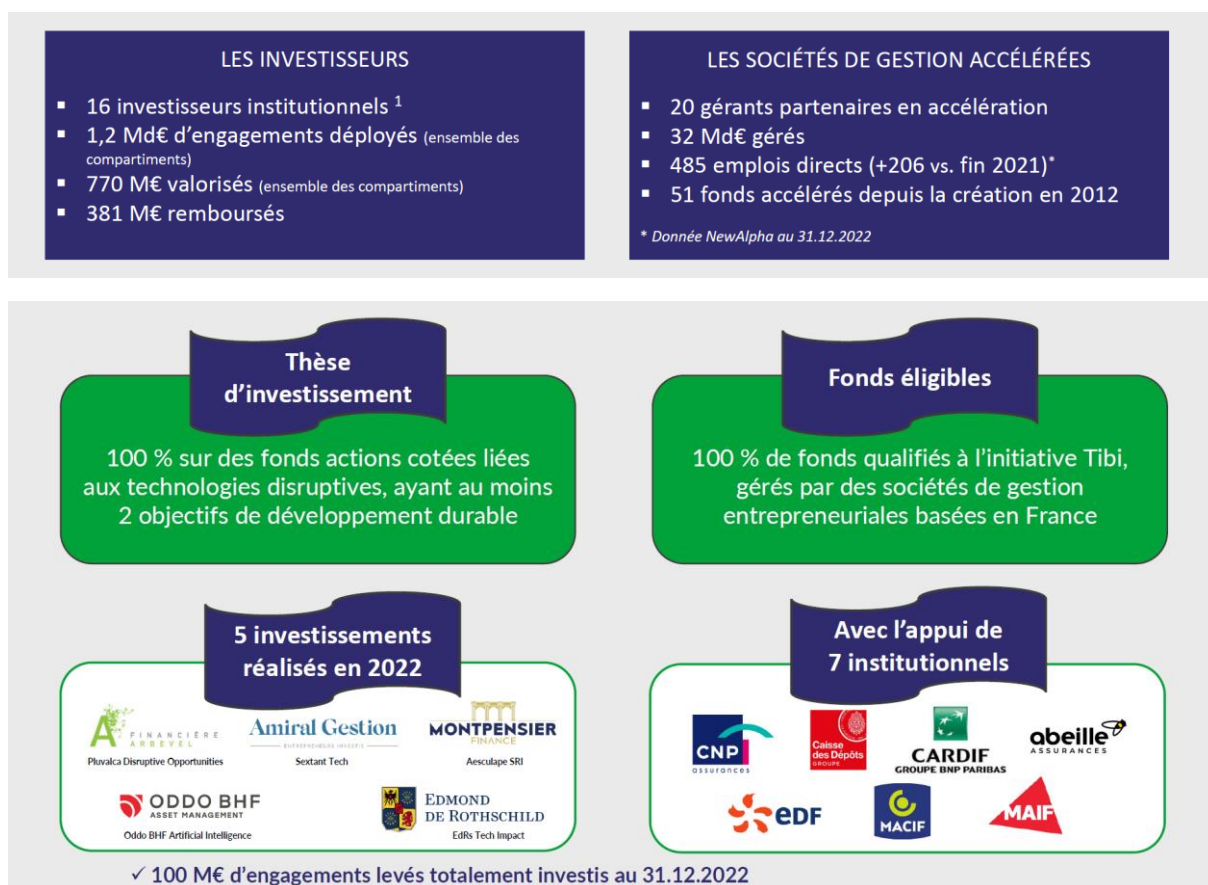
Les grandes entreprises ont souvent des dispositifs ESG développés et des personnels en mesure de donner des formations sur différents thèmes.

Proposition 2.17 : Mettre en visibilité, autour d'une communauté comme la « French Tech Corporate Community », la possibilité de partages de compétences des grands groupes vers les startups au travers d'actions de sensibilisation et/ou formations sur les thématiques ESG. Des collaborateurs de startups de la French Tech pourraient ainsi par exemple bénéficier de formations organisées dans les grands groupes pour leurs propres salariés

Annexes

VOIES D'EXIT POUR LES STARTUPS

L'expérience Émergence



ESG DANS L'ÉCOSYSTÈME TECH

Socle minimal de critères ESG

Environnement

Critère environnemental minimal 1 :

Mise en place d'une politique environnementale formalisée au sein de la société et actions associées. Cette politique pourrait contenir les éléments suivants :

- Évaluation/estimation de l'empreinte carbone : calcul des émissions de gaz à effet de serre (GES) scope 1, 2 & 3 et définition de trajectoire(s) associée(s),
- Calcul de la consommation d'énergie par nature (et part d'énergies renouvelables) et suivi spécifique des activités dans le secteur des combustibles fossiles.

Critère environnemental minimal 2 :

Définition d'objectifs environnementaux, associés aux Objectifs de Développement Durable de l'ONU.

Critère environnemental minimal 3 :

Évaluation des activités ayant une incidence négative sur les zones sensibles en matière de biodiversité.

Social

Critère social minimal 1 :

Suivi annuel des KPIs suivants :

- Nombre d'emplois créés (ETP) - organique
- Nombre de femmes (ETP) et répartition (mixité) selon les échelons hiérarchiques et les services (Tech, RH, Finance etc.)
- Index d'égalité professionnelle femmes/hommes
- Nombre de personnes en situation de handicap (ETP)
- Nombre moyen d'heures de formation par employé, services et % de salariés formés
- Taux de rotation du personnel (embauches et départs) spécifié sur les postes/genre des collaborateurs

Critère social minimal 2 :

Charte Qualité de Vie au Travail (télétravail, avantages salariés, santé, sécurité etc.)

Critère social minimal 3 :

Mise en place d'une politique de diversité et d'inclusion comprenant des objectifs :

- Atteindre des objectifs de mixité d'au moins 40%
- Limiter les discriminations et promouvoir l'égalité des chances, en mettant en œuvre des actions déterminées par le Pacte Parité French Tech, telles que des actions liées au parcours universitaire ou à la séniorité.

Gouvernance

Critère de gouvernance minimal 1 :

Mise en place d'un suivi du nombre :

- de membres composant les organes de direction / gouvernance
- de membres indépendants au sein de ces organes
- de femmes au sein de ces organes - niveau de mixité de genre à tous niveaux
- de réunions des organes de gouvernance au cours desquelles les thématiques ESG ont été inscrites à l'ordre du jour

Critère de gouvernance minimal 2 :

Désignation d'un référent ou d'une équipe ESG en interne au sein de la société.

Critère de gouvernance minimal 3 :

Mise en place :

- d'un dispositif permettant le partage de la valeur
- d'une politique de protection des SI et des données personnelles et sensibles au sein de la société
- d'une politique d'achats durables et/ ou responsables visant à favoriser les fournisseurs labellisés (BCorp, Ecovadis...)
- d'un dispositif anti-corruption (politique, sensibilisation)
- d'un dispositif de mitigation des risques cyber (politique garantissant la protection des données, sensibilisation, procédure lancement d'alertes...)
- d'un code de conduite éthique matérialisé par un règlement intérieur signé par chaque collaborateur

Socle avancé de critères ESG

La proposition suivante cherche à établir un socle de critères spécifiquement adapté aux startups technologiques à un stade avancé de maturité. Des seuils pourraient être déterminés en fonction du chiffre d'affaires, bilan, effectif et/ou du niveau d'ambition de la startup.

Environnement

Critère environnemental avancé 1 :

Implémentation de projets de captation et/ou de compensation des émissions carbonées.

Critère environnemental avancé 2 :

Établissement et déploiement opérationnel d'un système de gestion environnementale (EMS).

Critère environnemental avancé 3 :

Si applicable : calcul des émissions dans l'eau (en tonnes), consommation d'eau (en m3), et déchets dangereux générés (en tonnes).

Critère environnemental avancé 4 :

Calcul complet des émissions de GES (scope 1,2 & 3) par un prestataire externe, tiers certifié ou un collaborateur interne spécialisé.

Critère environnemental avancé 5 :

Mise en place d'une analyse de Cycle de Vie (ACV) du produit/service.

Social

Critère social avancé 1 :

Mettre en avant toute autre initiative à impact social mise en place au sein de la société, telle que :

- une politique de parentalité comprenant des mesures significatives (ie. augmentation du nombre de jours minimum du congé paternité, augmentation du nombre de jours "enfants malades"...),
- des actions de mécénat de compétences, avec par exemple des partenaires comme Vendredi ou DayOne,
- des dons (matériel ou financier) etc.

Critère social avancé 2 :

Mise en place d'un baromètre QVT, administré et analysé a minima annuellement, pour mesurer l'engagement et le niveau de bien-être des collaborateurs sur leur lieu de travail et dans l'exercice de leurs fonctions.

Critère social avancé 3 :

Instauration d'une politique de rémunération et publication annuelle de l'écart de rémunération entre les postes, et entre les genres.

Critère social avancé 4 :

Formalisation d'une démarche GEPP (Gestion des Emplois et Parcours Professionnels) visant à la définition de parcours de carrière pour l'ensemble des services et métiers de l'entreprise.

Gouvernance

Critère de gouvernance avancé 1 :

Mixité des organe(s) de gouvernance, minimum 40% de femmes avec un objectif de mixité +/- 60/40.

Critère de gouvernance avancé 2 :

Désignation d'un Responsable RSE en charge du pilotage stratégique et opérationnel de la politique de l'entreprise, incluant au besoin la réalisation d'une matrice de double matérialité.

Glossaire

Accords de Paris	L'Accord de Paris est un traité international juridiquement contraignant sur les changements climatiques. Entré en vigueur le 4 novembre 2016, son objectif primordial est de maintenir « l'augmentation de la température moyenne mondiale bien en dessous de 2°C au-dessus des niveaux préindustriels » et de poursuivre les efforts « pour limiter l'augmentation de la température à 1,5°C au-dessus des niveaux préindustriels. Source : United Nations Climate Change
AMF	L'Autorité des marchés financiers (AMF) est une autorité publique indépendante qui a pour mission de veiller à la protection de l'épargne investie en produits financiers, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés. Source : AMF
Analyse de Cycle de vie (ACV)	ACV est une méthode d'évaluation qui permet de quantifier les impacts environnementaux d'un service ou d'un produit tout au long de son cycle de vie. Source : France Digitale (réaliser une ACV de son produit/service avec la Ultimate Toolbox)
Bilan Carbone / Bilan GES	Bilan permettant d'estimer la quantité de gaz à effets de serre due à l'activité d'une entreprise ou à la production d'un produit. L'objectif étant de réaliser un diagnostic des émissions de gaz à effet de serre des acteurs publics et privés, en vue d'identifier et de mobiliser les gisements de réduction de ces émissions. Source : ADEME
BSPCE	Les BSPCE sont une catégorie particulière de "stock options" (options sur titres). Leur attribution correspond à la délivrance d'un bon d'achat de titre de la

	<p>société à un prix fixé le jour de son attribution. La revente du titre permet au bénéficiaire de réaliser une plus-value qui est d'autant plus avantageuse que l'entreprise a prospéré de manière significative.</p> <p>Cette incitation, à la fois financière et fiscale, encourage ainsi les salariés et dirigeants à participer au développement de leur entreprise.</p> <p>Source : Bpifrance</p>
Captation Carbone	<p>Afin d'atteindre la neutralité carbone planétaire en 2050, les entreprises peuvent activer deux leviers d'action :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. La réduction de leurs émissions carbone 2. L'augmentation des puits de carbone <p>Source : France Digitale (réaliser des projets de captation carbone avec la Ultimate Toolbox)</p>
CIR (crédit impôt recherche)	<p>Aide fiscale destinée à encourager les efforts de R&D des entreprises. Le taux de CIR est fixé à 30 % des dépenses de R&D pour une première tranche jusqu'à 100 millions d'euros et 5 % des dépenses au-delà de ce seuil.</p> <p>Source : Bpifrance</p>
Combustibles fossiles	<p>Ressources énergétiques naturelles non renouvelables, telles que le charbon, le gaz naturel et le pétrole, formées à partir de plantes et d'animaux (biomasse).</p> <p>Source : Commission européenne</p>
Décarbonation	<p>Ensemble des mesures et des techniques permettant de réduire les émissions de dioxyde de carbone.</p> <p>Source : Ministère de la culture</p>
Déchets dangereux	<p>Définis à l'article R541-8 du code de l'environnement, ils contiennent, en quantité variable, des éléments toxiques ou dangereux qui présentent des risques pour la santé humaine et l'environnement. C'est pourquoi ils sont soumis à une réglementation particulière pour leur gestion et leur valorisation.</p> <p>Source : Ministère de la transition écologique</p>
Economie circulaire	<p>L'économie circulaire consiste à produire des biens et des services de manière durable en limitant la consommation, le gaspillage des ressources et la production des déchets. Il s'agit de passer d'une société du tout jetable à un modèle économiquement circulaire.</p> <p>Source : Ministère de la transition écologique</p>
Energies renouvelables	<p>Les énergies renouvelables (EnR) sont alimentées par le soleil, le vent, la chaleur de la terre, les chutes d'eau, les marées... Elles permettent de produire de l'électricité, de la chaleur, du froid, du gaz, du carburant, du combustible. Ces sources d'énergie, considérées comme inépuisables à l'échelle du temps humain, n'engendrent pas ou peu de déchets ou d'émissions polluantes.</p> <p>Source : Ministère de la transition énergétique.</p>
GEPP (anciennement GPEC)	<p>La gestion des emplois et parcours professionnels (GEPP) est une méthode pour adapter – à court et moyen termes – les emplois, les effectifs et les compétences aux exigences issues de la stratégie des entreprises et des modifications de leurs environnements économique, technologique, social et juridique.</p> <p>Source : Ministère du travail</p>
Objectifs de Développement Durable (ODD)	<p>Les objectifs de développement durable, au nombre de 17, répondent aux défis mondiaux tels que la pauvreté, les inégalités, le climat, la dégradation de l'environnement, la prospérité, la paix et la justice. Ils sont interconnectés et, offre une marche à suivre pour parvenir à un avenir plus durable d'ici 2030.</p> <p>Source : ONU.</p>
Parité	<p>Le principe de parité est inscrit dans la Constitution depuis le 23 juillet 2008, avec pour but de promouvoir « l'égal accès des femmes et des hommes aux mandats électoraux et fonctions électives, ainsi qu'aux responsabilités professionnelles et sociales » cf. article 1er de la Constitution.</p> <p>Source : Ministère de l'Intérieur</p>
Qualité de Vie au Travail (QVT)	<p>Les conditions dans lesquelles les salariés exercent leur travail (environnement, emploi et vie extraprofessionnelles en relation avec le travail) et leur capacité à s'exprimer et à agir sur le contenu de celui-ci.</p> <p>Source : Haute Autorité de Santé</p>

Scope 1 du bilan carbone	Il s'agit des émissions directes de gaz à effet de serre issues de combustibles fossiles (pétrole, gaz, charbon...); Source : Bpifrance
Scope 2 du bilan carbone	Émissions indirectes résultant de la production d'énergie achetée et consommée par l'organisation (électricité et réseaux de chaleur / froid). Source : Bpifrance
Scope 3 du bilan carbone	Ces émissions couvrent une gamme plus large et incluent les émissions indirectes qui résultent des activités de l'organisation, mais qui se situent en dehors de son contrôle direct : produits et services achetés, transport et logistique, déchets, etc. Source : Bpifrance
Système de gestion environnementale (EMS)	Entré en vigueur en 1995 et étendu dès 2001 à tous les secteurs économiques et aux services publics, le règlement concernant la participation volontaire des organisations au système communautaire de management environnemental et d'audit (Emas) permet aux organisations volontaires de construire et faire reconnaître leur démarche de responsabilité environnementale. Depuis 2010, l'enregistrement est ouvert aux organisations situées en dehors de l'Union européenne, ouvrant ainsi la voie à une reconnaissance internationale. Source : Ministère de la transition écologique

Cadre réglementaire

L'ESG s'entend initialement au travers de la notion d'investissement socialement responsable (ISR)⁸ qui reflète la volonté de prendre en compte les défis globaux contemporains, y compris les impacts négatifs d'origine non financière, à travers l'utilisation de critères ESG : Environnementaux, Sociaux/Sociétaux et de Gouvernance.

Ce triptyque fait écho aux trois fondements de la Responsabilité Sociale des Entreprises (RSE), à savoir la sphère sociale, la sphère économique et l'environnement. A l'échelle des financeurs, l'ESG s'ancre ainsi dans un cadre réglementaire national exhaustif qui s'est structuré autour de multiples textes et initiatives depuis ces dernières années, dont nous proposons ci-dessous une chronologie synthétique ci-dessous :

- **CSDR (Règlement sur les dépositaires centraux de titres)⁹** : Entré en vigueur en 2014, mis en œuvre en 2015. Celle-ci concerne les dépositaires centraux de titres (CSD), leurs participants, ainsi que les systèmes de règlement/livraison de titres opérant au sein de l'Union européenne (UE)¹⁰.
- **Règlementation européenne sur la taxonomie¹¹** : Adopté en 2020, mise en application à partir de 2021. La taxonomie vise à définir quels sont les investissements considérés comme respectueux de l'environnement et durables. Le règlement Taxonomie inclut six objectifs environnementaux, dont deux liés au climat (atténuation et adaptation) et couvre plus d'une centaine d'activités économiques représentant 13 secteurs d'activités y compris la technologie.

SFDR (Règlement sur la divulgation de la finance durable)¹² : Entré en vigueur en 2021, cette réglementation européenne vise à accroître la transparence dans le secteur financier en matière de durabilité. Son objectif est d'identifier et de gérer les risques liés au développement durable tout en mettant en lumière les opportunités associées. Le règlement SFDR reconnaît que les impacts peuvent avoir des répercussions financières à la fois pour l'entreprise et des conséquences significatives pour la société et l'environnement, ce qui reflète la notion de « double matérialité ».

⁸ L'ISR « est un placement qui vise à concilier performance économique et impact social et environnemental en finançant les entreprises et les entités publiques qui contribuent au développement durable quel que soit leur secteur d'activité. En influençant la gouvernance et le comportement des acteurs, l'ISR favorise une économie responsable » Définition énoncée le 2 juillet 2013, par l'Association Française de la Gestion financière (AFG) et le Forum pour l'Investissement Responsable (FIR).

⁹ AMF : <https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/discipline-en-matiere-de-reglement-des-transactions-approche-de-supervision-sur-la-mise-en-oeuvre>

¹⁰ BNP : [ici](#)

¹¹ Mazars : [La taxonomie européenne : financer une croissance durable - Mazars - France](#)

¹² Banque de France : [20210326_revue_acpr_esg_disclosure.pdf \(banque-france.fr\)](#)

D'autre part, il impose aux acteurs des marchés financiers de fournir des informations extra-financières pour chaque produit et à les classer selon la typologie suivante : article 6, article 8 et article 9. Cette réglementation vient remplacer la Non-Financial Reporting Directive (NFRD), à destination des sociétés cotées et des grandes entreprises (+500 salariés), les incitant à communiquer sur les incidences sociales et environnementales de leurs activités.

A noter qu'à la suite de cette réglementation, le décret numéro 2021-663 du 27 mai 2021, connu sous le nom de "décret 29 LEC", vient compléter certaines dispositions du règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité dans les services financiers (SFDR).

En outre, l'ESG et ses réglementations associées s'intègrent également dans un champ réglementaire plus large :

- **Loi Sapin (2016)** portant sur la transparence, la lutte contre la corruption, et la modernisation de la vie économique.
- **La Loi énergie et climat (2019)** vise à répondre à l'urgence écologique et l'urgence climatique en inscrivant l'objectif de neutralité carbone en 2050 dans la loi, conformément à l'Accord de Paris signé en 2015 lors de la COP21¹³.

Loi PACTE (2019) : Le Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises (PACTE) s'engage à éliminer les obstacles entravant la croissance des entreprises à toutes les phases de leur évolution, depuis leur création jusqu'à leur transmission, en mettant un accent particulier sur leur financement. La loi PACTE vise également à promouvoir une meilleure distribution de la valeur générée par les entreprises en faveur des salariés.

Parallèlement, cette loi encourage les entreprises à intégrer de manière plus approfondie les enjeux sociaux et environnementaux dans leur stratégie globale¹⁴.

Panorama des chartes et labels existants

Charte / Label	Définition	Nombre de signataires
Charte du Numérique responsable	La charte numérique responsable est un texte qui résume les engagements en termes de numérique pris par le signataire qu'il soit une entreprise, une association, une TPE/PME ou un acteur public.	649
Climate Act	Groupe d'entreprises s'engageant à aller au-delà de ce qui est exigé par la réglementation, en mesurant l'ensemble de leur empreinte carbone (scopes 1, 2 et 3), en publiant les résultats et en limitant cette empreinte.	+300 entreprises
Planet Tech'Care	Engagements signés par plus de 800 acteurs de la Tech pour des solutions numériques durables	800
Engagement Sobriété des acteurs du numérique et des télécommunications	Ensemble des engagements que peuvent prendre les acteurs du numérique pour contribuer à l'objectif du Gouvernement de réduction de 10% de la consommation d'énergie par rapport à la consommation de l'année 2019 d'ici fin 2023, avec de premiers effets dès l'hiver 2022	-
Initiative SISTA	Promouvoir la diversité dans les entreprises technologiques	+100 fonds d'investissement
Programme Diversidays	Promouvoir la diversité sociale, culturelle et ethnique dans la sphère numérique	-
Programme Tech Your Place		
TechTalent Charter	Engagement pour une plus grande diversité et inclusion dans les rôles technologiques	700

¹³ ADEME – Territoires & climat – Les dernières lois structurantes de la transition énergétique : [ici](#).

¹⁴ Economie.gouv : source [ici](#).

Objectifs de Développement de l'ONU

