

Rapport au ministre
de l'Économie et des Finances

Financer la quatrième révolution industrielle

Lever le verrou du financement
des entreprises technologiques

Philippe TIBI
avec la collaboration
de Philippe ENGLEBERT

Juillet 2019



Synthèse

1. Investir massivement dans les technologies de rupture, un impératif de souveraineté et la condition de notre prospérité future

Dans la quatrième révolution industrielle, L'Europe est loin derrière les Etats-Unis et la Chine

L'Union européenne représente près d'un quart du PIB mondial mais seulement 10% de la technologie mondiale **émergente**¹, selon plusieurs indicateurs de puissance pertinents pour ce secteur.

Pour ce qui concerne les jeunes sociétés, les levées de fonds des start-up européennes n'ont représenté que 10% du financement mondial en 2018, loin derrière les Etats-Unis (53%) et la Chine (27%, contre 10% en 2013)². Parmi les 372 licornes³ décomptées dans le monde à mi-juillet 2019⁴, 182 sont américaines, 94 sont chinoises et seulement 45 sont européennes⁵.

S'agissant ensuite des firmes bien établies sur leur marché, la liste des 100 plus grandes entreprises numériques cotées établie par Forbes⁶ en 2018 comporte 49 sociétés américaines, 14 chinoises et uniquement 12 européennes dont une seule française (Dassault Systèmes)⁷.

La puissance industrielle, une condition du leadership politique

La France, après le Royaume-Uni, mais en avance sur les autres grands pays européens, fut le deuxième foyer des premières révolutions industrielles. Sa puissance économique en est une conséquence, tout comme le maintien d'une influence politique considérable. Les grands empires du 18^{ème} et du 19^{ème} siècle qui ont refusé cette aventure industrielle et technique sont en revanche sortis de l'Histoire⁸. Beaucoup de nos grandes entreprises actuelles sont à la fois les instigatrices et les héritières de ce leadership mondial. Un résultat obtenu parce que la France est restée près de la frontière technologique.

L'enjeu de l'investissement dans les technologies de rupture est donc critique pour notre pays. Il s'agit de figurer dans le peloton de tête de la « quatrième révolution industrielle ». Une révolution qui promet d'immenses gains de productivité grâce à la maîtrise de la puissance cognitive⁹. Elle a été initiée à la fin du siècle dernier avec les nouvelles technologies de l'information et de la communication. Elle entre aujourd'hui dans une phase décisive. L'ambition de la France est d'en être un acteur majeur, conformément à sa longue et brillante tradition industrielle et scientifique.

¹ Les investissements mondiaux en R&D, tous secteurs confondus, donnent une image plus positive. Ils s'élevaient à 350 Md\$ (19% du total mondial) en 2016, contre 476 Md\$ pour les Etats-Unis et 371 Md\$ pour la Chine. Source : UNESCO, « How much does your country spend in R&D » (2018).

² Source : KPMG, « Venture Pulse Q4'18 », d'après PitchBook.

³ Start-up non cotées valorisées plus d'un milliard de dollars.

⁴ Source : CB Insights, « The Global Unicorn Club ». Liste mise à jour continuellement.

⁵ Dont seulement cinq licornes françaises : BlaBlaCar, Deezer, Doctolib, Meero et OVH.

⁶ Source : Forbes, « Top 100 Digital Companies 2018 ».

⁷ Résultat similaire dans le classement Thomson-Reuters.

⁸ Empire de Chine, Empire des Grands Moghols, Empire ottoman, malgré une tradition scientifique de premier ordre.

⁹ Tout comme les deux premières révolutions industrielles ont domestiqué la puissance mécanique. Avec l'intelligence artificielle, la robotique, l'internet des objets, les véhicules autonomes, la biotech en particulier.

Notre pays peut en effet continuer de jouer les premiers rôles dans cette nouvelle révolution. L'enjeu est considérable. D'abord faire prospérer sur notre territoire les leaders économiques et technologiques du 21^{ème} siècle. Ensuite assurer la prospérité du peuple français, car son niveau de vie est gagé sur la maîtrise collective des moyens de production modernes. La leçon des quarante dernières années est que le succès n'est pas garanti.

L'âge moyen des entreprises du CAC40 dépasse en effet les cent ans. Cela rend compte de la qualité, de l'investissement technologique¹⁰ et de la résilience de nos grandes entreprises. Mais cela révèle aussi qu'une seule « jeune »¹¹ entreprise technologique, Dassault Systèmes, a rejoint l'élite du capitalisme français. A l'inverse, le secteur technologique représente environ 30% de la capitalisation boursière de l'indice américain S&P 500¹² grâce à Google, Apple, Facebook, Amazon ou encore Microsoft. Des entreprises nées il y a moins de quarante ans.

L'innovation, une condition de la prospérité du peuple français

Avec le capital et le travail, la productivité est un facteur de progrès décisif du PIB et donc de la prospérité d'une nation et de ses citoyens, lorsque les mécanismes de redistribution sont efficaces. Ici aussi les leçons de l'histoire sont éloquentes. Les gains de productivité sont classiquement associés au progrès technologique. Pour un Etat, développer et financer sur son territoire les entreprises les plus efficaces à cet égard apporte un triple bénéfice, parfaitement illustrés par le débat tenu autour de la « taxe GAFA » :

- ◆ Augmenter les assiettes fiscales et sociales ;
- ◆ Conserver sur son sol la rente technologique, payée par les consommateurs au profit des actionnaires de ces firmes ;
- ◆ Développer un haut niveau d'emploi. Aux Etats-Unis, les jeunes entreprises en forte croissance créent près de 50% des nouveaux emplois¹³.

La France concentre de très nombreux atouts

Les atouts de la France lui permettent de participer à la compétition mondiale pour le leadership de la quatrième révolution industrielle :

- ◆ Une recherche amont de haut niveau : la France se place au 7^{ème} rang mondial par le nombre de ses publications scientifiques (3,2% du total sur la période 2014-2016)¹⁴ ;
- ◆ Un investissement total en R&D d'environ 60 Md\$, au sixième rang mondial (3,5% du total en 2016)¹⁵ ;

¹⁰ 41 entreprises françaises ont contribué pour 3,7% (29 Md\$) du total mondial des montants investis en R&D par les 1 000 plus grands entreprises du monde, Source : Strategy&, « Global Innovation 1000 » (novembre 2018). Chiffres pour la dernière année fiscale au 30 juin 2018.

¹¹ De moins de 40 ans.

¹² Source : S&P Dow Jones Indices, au 31 janvier 2019. Le chiffre inclut la part des secteurs GICS « Information Technology » et « Communication Services ».

¹³ Source : Fondation Kauffman, « The Economic Impact of High-Growth Firms » (juin 2016).

¹⁴ Source : Ministère de l'enseignement supérieur, de la recherche et de l'innovation, « L'Etat de l'enseignement supérieur et de la recherche en France n°11 » (juillet 2018).

¹⁵ Source : UNESCO, « How much does your country spend in R&D » (2018).

- ◆ Des nombreux ingénieurs et scientifiques de qualité : près de 50 000 ingénieurs et docteurs sont diplômés chaque année¹⁶ d'écoles et universités reconnues mondialement (Universités Pierre et Marie Curie, Paris-Saclay, de Strasbourg, Grenoble Alpes, Montpellier et d'Aix-Marseille, Ecole polytechnique, Mines ParisTech, CentraleSupélec, Télécom ParisTech, ESPCI ParisTech etc.). Leur coût est jusqu'à deux fois moins élevé que dans la Silicon Valley, notamment grâce au Crédit d'impôt recherche (CIR)¹⁷ ;
- ◆ Un fort esprit entrepreneurial : 60% des 18-29 ans souhaitent créer leur entreprise¹⁸ et près de 1 400 start-up ont levé une série A ces cinq dernières années¹⁹ ;
- ◆ Une très grande tradition industrielle et de nombreuses grandes entreprises d'élite ayant réussi à devenir des leaders mondiaux ou européens de leur secteur : Air Liquide, Airbus, BNP Paribas, Bouygues, Capgemini, Carrefour, Danone, Dassault-Systèmes, Engie, Essilor, Legrand, L'Oréal, LVMH, Michelin, Orange, PSA, Publicis, Renault, Safran, Sanofi, Saint-Gobain, Schneider Electric, Sodexo, Total, Valeo, Veolia, Vinci, etc. ;
- ◆ Une épargne financière abondante : plus de 5 000 Md€ pour les ménages²⁰ ;
- ◆ *Last, but not least*, l'appartenance à l'Union européenne (UE), qui procure à nos firmes l'accès au marché unique dans la première région économique du monde, à la libre circulation des talents, au libre établissement au sein de l'UE, à la participation aux grands projets technologiques et scientifiques, à l'accès à un financement peu coûteux grâce à une monnaie stable et respectée. La France peut nourrir l'ambition d'être le premier hub technologique en Europe.

Pourtant, les résultats de la France des jeunes entreprises technologiques ne reflètent pas cette position favorable. Notre opinion est que la difficulté du financement est un facteur limitant essentiel. Elle résulte selon nous d'une double défaillance de marché.

2. Une double défaillance de marché, faute de capital et des compétences qui permettent de le déployer efficacement

Une insuffisante taille de marché commercial intérieur ainsi que des infrastructures et réglementations de marché perfectibles sont fréquemment citées comme les facteurs les plus pénalisants pour les entreprises technologiques françaises. Le premier critère n'a pas empêché Israël et la Suède de rencontrer un succès notable. Le second cause parfois certaines irritations²¹ mais il ne pose pas de problème opérationnel bloquant. La mission estime qu'en matière d'introductions en bourse, **le sujet de premier ordre est l'existence d'un marché financier abondant et profond. Elle a ainsi décidé de se concentrer sur l'essence du marché des actions : un lieu de rencontre entre une offre (les émetteurs) et une demande (les investisseurs) de titres.**

Pour ce qui concerne les entreprises de technologie, il existe à cet égard une double défaillance de marché : peu de titres offerts et une faible demande potentielle.

¹⁶ Source : Ministère de l'enseignement supérieur, de la recherche et de l'innovation.

¹⁷ Source : Le Figaro, « Le cri d'alarme d'un Français de la Silicon Valley (février 2014).

¹⁸ Source : Sondage OpinionWay réalisé pour le Salon des entrepreneurs (janvier 2017).

¹⁹ Source : EY, « Baromètre du capital risque en France ». Série A : première levée à laquelle participe un fonds de capital-innovation.

²⁰ Source : Banque de France, « Rapport de l'Observatoire de l'épargne réglementée 2017 ». Chiffres à fin 2017.

²¹ En particulier s'agissant des augmentations de capital. Voir annexe 2 pour plus de détails.

Une insuffisante offre de titres

En ce qui concerne l'offre de titres, les start-up n'ont globalement pas de difficultés à financer leurs premiers stades de développement. La France dispose ainsi d'un vivier prometteur d'entreprises technologiques. Leur croissance est cependant ralentie par le manque de financement en *late stage* (levée supérieure à 30-40 M€).

Les fonds français de capital-innovation sont en effet d'une taille plus modeste que leurs principaux concurrents étrangers. Les plus grands d'entre eux gèrent pour leur fonds en cours entre 200 M€ et 300 M€. Du fait des règles de diversification des investissements, les fonds français sont ainsi rarement capables de financer des tickets supérieurs à 30 M€. Or, la dernière levée permettant d'atteindre le statut de licorne dépasse généralement les 100 M€.

En conséquence, au stade critique de leur développement international, les firmes ont à choisir entre trois options : la croissance, grâce à des fonds de capital-innovation étrangers²², la vente avant l'atteinte de la maturité et l'introduction en bourse.

En réalité, celle-ci est souvent un pis-aller pour des entreprises encore immatures et qui n'ont pas réussi à se refinancer auprès de fonds de capital-innovation ou à se faire racheter par un industriel. La médiane des capitalisations boursières des entreprises technologiques introduites ces trois dernières années²³ était ainsi de 57 M€ en France. En comparaison, la capitalisation boursière médiane des entreprises technologiques au moment de leur introduction en 2018 sur le NASDAQ et le NYSE était de 608 M\$ pour les 214 firmes recensées par Crunchbase.

L'introduction en bourse est peu fréquente en France. Et lorsqu'elle a lieu, elle ne lève pas en général des montants susceptibles de transformer la société émettrice.

La très faible demande qualifiée de titres de sociétés technologiques cotées

En ce qui concerne la demande de titres, la France est le premier marché d'Europe continentale pour la gestion d'actifs avec un encours de près de 4 000 Md€²⁴. Une force reflétée dans le top 30 mondial des gestionnaires d'actifs²⁵, où figurent quatre établissements français : Amundi, Natixis Investment Managers, AXA Investment Managers et BNP Paribas Asset Management.

L'analyse du top 30²⁶, par actifs gérés, des **fonds ouverts « global tech »** démontre en revanche le rôle mineur des fonds européens et l'absence de fonds français. Les fonds « global tech » ont une caractéristique commune : ils sont gérés par des professionnels experts des technologies, aptes à prendre des décisions d'investissement fondées sur des convictions et la compréhension des modèles économiques originaux des entreprises innovantes. Leur absence à Paris explique les décisions de cotation **exclusive** sur le NASDAQ des meilleures firmes françaises²⁷.

²² Comme Index Ventures, General Atlantic ou NEA.

²³ Source : Thomson Reuters Eikon, chiffres au 4 octobre 2018.

²⁴ Source : Association française de gestion (AFG).

²⁵ Source : IPE, « Top 400 asset managers 2019 ». Chiffres au 31 décembre 2018.

²⁶ Source : Morningstar. Le classement ne prend en compte que les fonds ouverts et non les mandats ni les ETF. L'information sur les mandats n'est pas publique. Néanmoins, lorsqu'il dispose d'un mandat, le gestionnaire d'actifs le réplique souvent en fonds ouverts. Enfin, les ETF relèvent de la gestion passive, qui ne nous intéresse pas ici.

²⁷ Depuis Dassault Systèmes en 1996, il n'y a eu aucune introduction en bourse sur le marché français d'entreprises technologiques dont la valorisation dépasse le milliard d'euros. Toutes ont fait le choix de la cotation aux Etats-Unis sur le modèle de Business Objects en 1994 : Criteo (2013), DBV Technologies (2014), Collectis (2015) ou encore Talend (2016).

Par ailleurs, la France ne dispose pas²⁸ non plus de fonds « *crossover* » ou « pré-IPO », généralement gérés par des gestionnaires d'actifs, qui entrent au capital des start-up lors de la levée de fonds précédant l'introduction en bourse. Ils jouent le rôle essentiel de les accompagner vers la cotation (acclimatation à la gouvernance, compréhension des attentes des investisseurs boursiers, calage de la valorisation, présentation de la société aux autres fonds de l'institution de gestion) et d'assurer le succès de l'introduction grâce à l'apport de leurs capitaux et d'un signal de validation très bien compris par le marché.

Cette situation est la conséquence de la sous-exposition au secteur technologique des investisseurs institutionnels français, allocataires significatifs de mandats au profit des gestionnaires d'actifs français.

Considérons par exemple les compagnies d'assurance, en raison de leur importance dans l'épargne financière des ménages (40% du total) et parce que nous disposons de données précises à son sujet²⁹. En tant qu'allocataires d'actifs, elles confient des mandats aux gestionnaires d'actifs. Or, après mise en transparence, les investissements en actions des fonds généraux des organismes d'assurance-vie et mixtes s'élèvent à 230 Md€, soit 11,3% du total de l'encours total (2 034 Md€ à fin 2017)³⁰. Parmi les actions cotées, seulement 8,9 Md€ concernent le secteur technologique, soit 6,9% des encours d'actions cotées détenus par ces organismes³¹. Alors que la part du secteur technologique dans le MSCI World Index est de 19%³². Cette exposition au secteur technologique est dans la très grande majorité réalisée via une allocation géographique et non thématique. **Elle n'est donc pas activement gérée par des spécialistes des technologies.**

3. Une seule recommandation stratégique : transformer l'investissement dans le secteur technologique grâce à de plus nombreux fonds *late stage* et « global tech », pour un total de 20 Md€

Comblent simultanément les deux défaillances de marché

Notre objectif stratégique est de localiser en France des entreprises technologiques innovantes de rang mondial. Constatons que le modèle standard de développement de telles firmes est le recours initial au financement par le capital-innovation, pour des montants importants, puis l'introduction en bourse, aujourd'hui sur le NASDAQ ou en Asie. La mission souhaite que Paris devienne le pôle de cotation européen des valeurs technologiques³³.

Nous recommandons de réparer **simultanément** les deux défaillances de marché. Il est nécessaire d'augmenter la demande qualifiée de titres dès maintenant, même si l'augmentation de l'offre de titres de start-up cotables ne sera tangible qu'à un horizon de deux à cinq ans. En effet, il convient de laisser les équipes d'investissement en titres cotés monter en puissance, développer un *track record*, collecter de nouveaux fonds et contribuer à l'écosystème technologique français. Elles seront ainsi présentes, compétentes et reconnues dès le début du cycle attendu des prochaines introductions en bourse.

²⁸ A l'exception du Sofinnova Crossover I (275 M€) levé en avril 2018 centré sur entreprises de biotechnologie.

²⁹ L'épargne administrée est probablement encore plus sous-investie en actions technologiques.

³⁰ Une conséquence de Solvabilité 2. Mais notre sujet est la part *relative* de la technologie au sein de la poche « actions cotées ».

³¹ Source : ACPR sur demande de la mission.

³² Source : MSCI World Index au 31 décembre 2018.

³³ Paris ne sera cependant pas la place de cotation exclusive de la majorité des firmes françaises. Le NASDAQ continuera d'exercer une très forte attraction, en raison de la profondeur et de la qualité des investisseurs qui y échangent leurs titres. Notre but est d'encourager une cotation duale, grâce au pool de liquidité situé en France.

Pour augmenter le nombre de firmes technologiques éligibles à une introduction en bourse en France, constituer un ensemble compétitif de fonds late stage dotés de plus d'un milliard d'euros et de grands fonds « global tech » d'actions cotées

Notre diagnostic est donc que l'offre de titres est insuffisante, faute d'un nombre suffisant de fonds *late stage*, et que les fonds d'actions cotées basés en France ne rassemblent pas les expertises suffisantes pour les demander lorsque l'offre sera constituée. La mission recommande de renforcer à la fois l'offre et la demande :

- ♦ **En invitant les investisseurs institutionnels à soutenir les levées de fonds de capital-innovation français focalisés sur le segment du *late stage*** afin que ceux-ci puissent atteindre la taille critique nécessaire pour financer de très importantes levées de start-up. La taille critique minimale est ici de l'ordre de 800 M€ à 1 Md€. Des équipes de gestion françaises performantes sont en train de lever de tels fonds. **L'objectif pour la France est de disposer, d'ici 3 ans, de 10 fonds *late stage* gérant au moins 1 Md€ ;**
- ♦ **En incitant à l'émergence de fonds d'actions cotées « global tech » dont les équipes de gestion seront majoritairement basées en France.** « Global tech » car ces fonds investiront nécessairement dans des entreprises technologiques cotées dans le monde entier, l'échelle pertinente pour appréhender le champ concurrentiel du secteur. On ne peut pas professionnellement évaluer une entreprise technologique française sans être exposé à ses concurrents américains, chinois, japonais ou sud-coréens. Comme la France ne dispose pas aujourd'hui d'un gisement d'entreprises technologiques cotées suffisant, ces fonds seront initialement plus investis dans des entreprises étrangères. Les compétences acquises permettront à leurs gérants d'être considérés comme des interlocuteurs crédibles par les dirigeants d'entreprises françaises lors de futures introductions en bourse³⁴. Lorsque les investissements en *late stage* auront produit leurs effets, le rééquilibrage du portefeuille au profit des sociétés françaises aura lieu naturellement. Il faut noter que ces fonds n'auront pas d'obligation de *benchmarking*. Des contraintes en termes de taille de position les empêcheront de détenir des quantités importantes d'actions d'entreprises non pertinentes au regard de nos objectifs, comme les GAFA³⁵, Microsoft et autres géants de la technologie.

Pour constituer les fonds « global tech », de l'argent et des compétences

Pour créer des fonds « global tech », il faut trouver de l'argent et des compétences. Plus précisément, d'ici 3 ans, de l'ordre de 10 milliards d'euros et 50 gérants de portefeuille. Pour faire partie du top 30 mondial des fonds « global tech », il faut en effet gérer au moins un milliard d'euros.

C'est la taille qui permet d'exister dans l'écosystème et en particulier de pouvoir jouer le rôle clé d'investisseur pilier (*cornerstone investor*) dans des introductions en bourse de l'ordre du milliard d'euros, ou plus simplement d'obtenir une allocation, notamment dans des opérations à l'étranger. C'est également la taille qui assure un montant de commissions permettant au gestionnaire de recruter une équipe de gérants spécialisés et dédiés à ce fonds, de l'ordre de 5 à 10 personnes.

Si la France veut disposer d'une base solide d'actionnaires dans le secteur technologique à la fois au niveau français et mondial, il faut viser le lancement de cinq à dix fonds « global tech ». Il s'agira d'un puissant facteur d'attractivité de la place, qui attirera aussi la cotation d'entreprises européennes et fera de Paris le siège du « NASDAQ européen ». L'objectif pourra paraître ambitieux au regard de la situation actuelle. Il est en réalité modeste si on le rapporte aux 2 000 Md€ des fonds généraux et à la sous-allocation en valeurs technologiques (9 Md€) de ces mêmes fonds. Et encore plus en comparaison des 4 000 milliards d'euros gérés par les gestionnaires d'actifs français.

³⁴ Ce n'est pas le cas aujourd'hui, selon les témoignages recueillis par la mission.

³⁵ Google, Apple, Facebook et Amazon.

Une collecte pour les fonds « global tech » auprès des investisseurs institutionnels et des particuliers

Les dix milliards d'euros que la mission recommande de collecter pour les fonds « global tech » pourraient l'être sous deux formes :

- ♦ Mandats institutionnels des allocataires d'actifs, privés et publics, confiés à des gestionnaires d'actifs de la place. En direct, comme le font déjà certains grands assureurs de la place. Ou bien via plusieurs fonds de place auxquels participeraient des capitaux de la sphère publique ;
- ♦ Distribution aux particuliers³⁶ de fonds répliquant la stratégie des mandats institutionnels, via des supports en unités de compte (UC) et l'épargne salariale, en répliquant des modèles originaux bénéficiant déjà d'une forte collecte. Selon un format de fonds purement technologiques, pour la clientèle avertie, ou dans des fonds diversifiés bénéficiant d'un label « French Tech Investissement » et dotés d'un compartiment technologique géré activement, pour l'épargne salariale.

La mission estime que la collecte auprès des particuliers pourrait être de l'ordre de 2 Md€, celle auprès des investisseurs institutionnels devant alors atteindre 8 Md€.

Des compétences disponibles sur le marché

Les compétences existent en France, dans des grandes et petites institutions de gestion. Elles sont aussi très présentes à Londres, souvent déployées par des professionnels français. Le recours à des appels d'offres (conditionnés à une obligation de résidence) offrant une visibilité de long terme permettra de rassembler les compétences requises³⁷.

4. Bâtir un récit idéologique et culturel autour de l'investissement dans le secteur technologique comme « ardente obligation », pour gagner la bataille des idées

Le sous-investissement technologique résulte d'une somme d'habitudes, encouragées par des normes prudentielles qui ignorent la fonction stratégique des classes d'actif risquées sur le long terme. On ne peut préparer l'avenir industriel d'une nation avec la proposition de produits financiers dont la valeur est systématiquement garantie³⁸. Il est donc important de rappeler inlassablement les leçons de l'histoire politique et de la théorie économique à un peuple français enclin à considérer que la marche de l'histoire s'est arrêtée et que les hiérarchies de niveaux de vie entre pays demeureront figées.

Nous recommandons donc d'exprimer et d'illustrer une forte volonté politique pour faire du développement et du financement des entreprises technologiques françaises une « ardente obligation ». C'est ainsi prolonger la volonté de faire de la France une « *start-up nation* ». Il faut promouvoir la French Tech comme un grand thème d'investissement au même titre que l'investissement socialement responsable (ISR) ou l'investissement solidaire. Cette étape est essentielle afin de mobiliser les acteurs de l'écosystème financier autour de cette grande cause.

³⁶ D'après le sondage Odoxa-Linxea pour les Echos sur « le rapport des Français à la bourse et aux produits d'épargne » (mars 2019), pour les Français prêts à investir ou à investir davantage en bourse, « les secteurs porteurs comme les nouvelles technologies, les biotechs, etc. » sont le premier intérêt mentionné, par 47% d'entre eux.

³⁷ Les professionnels de Pictet venant d'être recrutés par Natixis IM sont localisés en France.

³⁸ Le patrimoine financier des ménages français est placé à 62% sur de tels produits (assurance-vie en fonds euros et dépôts bancaires, incluant les produits d'épargne réglementée dont le livret A, PEL, etc.). Source : Banque de France, « Rapport de l'Observatoire de l'épargne réglementée 2017 ». Chiffres à fin 2017.

Enfin, il est important de préciser que l'investissement dans le secteur technologique ne relève pas d'une action de charité au service d'une politique publique. **Nous souhaitons réparer une défaillance de marché par des mécanismes de marché.** Cet investissement peut offrir aux investisseurs des perspectives de retours financiers intéressantes au vu des performances passées, sans que celles-ci ne présagent évidemment des performances futures. C'est aussi la leçon de l'histoire, sur le long terme. Imagine-t-on un le rendement d'un portefeuille d'actions bâti en 1950 en ignorant les secteurs de l'automobile, de la santé ou de l'aéronautique ?

Sommaire

1. INVESTIR MASSIVEMENT DANS LES TECHNOLOGIES DE RUPTURE, UN IMPERIEUX SUJET DE SOUVERAINETE ET LA CONDITION DE NOTRE PROSPERITE FUTURE	13
1.1. Dans la quatrième révolution industrielle, l'Europe est loin derrière les Etats-Unis et la Chine	13
1.2. La puissance industrielle, une condition du leadership politique	13
1.3. L'innovation, une condition de la prospérité du peuple français	14
1.4. La France concentre de très nombreux atouts.....	15
2. UNE DOUBLE DEFAILLANCE DE MARCHE, FAUTE DE CAPITAL ET DES COMPETENCES PERMETTANT DE LE DEPLOYER EFFICACEMENT	16
2.1. Première défaillance de marché : une insuffisante offre de titres	16
2.1.1. <i>La faiblesse persistante du financement en late stage des entreprises technologiques françaises.....</i>	<i>16</i>
2.1.2. <i>Le mauvais bilan des introductions en bourse de sociétés technologiques en France est une conséquence de l'incapacité de l'écosystème à financer l'accélération d'un grand nombre de start-up.....</i>	<i>21</i>
2.2. Seconde défaillance de marché : la très faible demande qualifiée de titres de sociétés technologiques cotées.....	24
2.2.1. <i>Les investisseurs institutionnels français sont sous-investis dans le secteur technologique.....</i>	<i>24</i>
2.2.2. <i>Pas d'offre française de grands fonds spécialisés sur le secteur technologique.....</i>	<i>26</i>
2.2.3. <i>Faute de demande qualifiée en France, nos meilleures start-up font ainsi le choix de la cotation exclusive aux Etats-Unis.....</i>	<i>32</i>
2.3. L'exemple d'Israël démontre qu'un puissant écosystème de financement des start-up ne développe pas spontanément un écosystème boursier de bon niveau.....	33
2.3.1. <i>La « start-up nation », un succès industriel soutenu par le capital-innovation.....</i>	<i>33</i>
2.3.2. <i>Néanmoins, on n'observe pas de contagion spontanée de la culture de la technologie vers les investisseurs institutionnels domestiques</i>	<i>34</i>
3. UNE SEULE RECOMMANDATION STRATEGIQUE : TRANSFORMER L'INVESTISSEMENT DANS LE SECTEUR TECHNOLOGIQUE GRACE A DE PLUS NOMBREUX FONDS LATE STAGE ET « GLOBAL TECH », POUR 20 MD€	36
3.1. Bâtir un récit idéologique et culturel autour de l'investissement dans le secteur technologique comme « ardente obligation », pour gagner la bataille des idées	36
3.2. Pour augmenter le nombre et la qualité des introductions en bourse, un impératif stratégique et une ambition : 10 fonds de capital-innovation gérant plus d'un milliard d'euros	36
3.2.1. <i>Conduire au marché des firmes de haut potentiel.....</i>	<i>36</i>
3.2.2. <i>Mobiliser les investisseurs français au profit des fonds late stage.....</i>	<i>37</i>
3.2.3. <i>Mobiliser la diplomatie économique.....</i>	<i>37</i>
3.3. Accroître considérablement la demande de titres d'entreprises technologiques par le lancement de fonds « global tech » gérés en France, pour 10 Md€	38
3.3.1. <i>Inciter à l'émergence de fonds « global tech » gérés en France</i>	<i>38</i>
3.3.2. <i>Rassembler autour d'initiatives structurantes.....</i>	<i>40</i>

ANNEXE 1 : LISTE DES PERSONNES RENCONTREES PAR LA MISSION

ANNEXE 2 : PROPOSITIONS DE MODIFICATIONS REGLEMENTAIRES

ANNEXE 3 : FICHES DE PRESENTATION DES ACTEURS DU CIRCUIT DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES

Introduction

Bruno Le Maire, ministre de l'Economie et des Finances, nous a demandé de proposer des solutions visant à accélérer le financement de marché des entreprises technologiques françaises. Ce secteur est en effet caractérisé par sa très forte intensité capitalistique, tandis que le recours à de multiples levées de fonds est une constante de l'histoire des leaders mondiaux de la technologie. Cette histoire s'écrit aujourd'hui principalement aux Etats-Unis et en Chine.

L'ambition de la France est pourtant de participer en tant qu'acteur majeur à la quatrième révolution industrielle. Une des dimensions de cette stratégie est de faciliter le recours à des financements abondants et continus. C'est pourquoi la mission vise à proposer des idées et des processus pour augmenter considérablement le nombre d'introductions en bourse et le montant des capitaux levés en faveur des entreprises innovantes situées sur notre territoire.

Ce type d'opération n'a pas lieu dans un vacuum. L'introduction en bourse est une étape dans un processus structuré de croissance des firmes. **La bonne compréhension du sujet impose donc de s'intéresser à la fois au financement « amont » (en général par le capital-innovation) et à l'écosystème du financement de marché.**

La réglementation, sujet central, mais hors-champ pour la mission

La réglementation de l'épargne est un élément central de notre sujet. Le financement des firmes européennes est en effet pénalisé par des réglementations qui inhibent le déploiement du capital et l'animation des marchés actions :

- ♦ La directive Solvabilité 2³⁹ incite les organismes d'assurance à réduire leur exposition aux actions pour des raisons prudentielles ;
- ♦ Un des objectifs initiaux de la directive MIFID2 était de gérer les conflits d'intérêts entre les gérants d'actifs et leurs clients. Une conséquence inattendue est l'amputation significative des budgets de recherche et de la couverture des valeurs moyennes⁴⁰.

Nous avons cependant choisi de ne pas en faire un élément central de nos travaux et de **raisonner à environnement réglementaire constant** pour deux raisons principales :

- ♦ Ces questions sont très bien connues et documentées⁴¹. Les pouvoirs publics en sont parfaitement conscients et négocient activement une amélioration de la situation avec leurs partenaires européens. La valeur ajoutée de la mission est nulle à cet égard⁴².
- ♦ Les difficultés de financement des sociétés de haute technologie précèdent la mise en place de ces réglementations. L'introduction en bourse de Dassault Systèmes date de 1996. Elle est la plus récente opération concernant une société valant plus de 1 Md€.

³⁹ Par des exigences de fonds propres plus importantes pour cette classe d'actifs.

⁴⁰ D'après un sondage réalisé auprès de 55 gestionnaires d'actifs, 61% d'entre eux ont réduit le nombre d'analystes de recherche auxquels ils ont recours, entre 20 et 70%. Source : Liquidnet, « Unbundling Research: Canary in the Coalmine » (décembre 2018), repris par le Financial Times, « Mifid II has thrown up several unintended consequences » (janvier 2019).

⁴¹ Voir notamment Nathalie Oriol, Fabrice Pansard. La directive Solvency II: quels impacts pour les marchés et le financement de l'économie ?, Conseil d'Analyse Economique. Rapport sur le financement de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire, La Documentation Française, pp.153-174, 2013, 978-2-11-009301-1 ; Severinson, C. et J. Yermo (2012), « Les effets des normes prudentielles et comptables sur l'investissement à long terme : conséquences pour les assureurs et les fonds de pensions », OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, n° 30, Éditions OCDE, Paris.

⁴² On peut aussi espérer que l'initiative de l'Union européenne d'union des marchés de capitaux corrige les néfastes effets de bord des réglementations actuelles.

Une concentration sur les défaillances de marché

Cela signifie que notre problème de financement répond à des causes structurelles et nationales, sur lesquelles nous avons une prise. Notre opinion est qu'il résulte d'une double défaillance de marché. Un petit nombre d'entreprises cotables, une expertise réduite en matière de gestion de portefeuilles de firmes technologiques. Nous pensons qu'il est possible de résoudre ce problème grâce à une politique publique volontariste et à un investissement raisonnable et rentable du secteur privé. Notre conviction est enfin qu'il corriger une défaillance de marché par des mécanismes de marché et non par l'injection massive de fonds publics. Tel est le socle sur lequel nous fonderons nos recommandations.

1. Investir massivement dans les technologies de rupture, un impératif de souveraineté et la condition de notre prospérité future

1.1. Dans la quatrième révolution industrielle, l'Europe est loin derrière les Etats-Unis et la Chine

L'Union européenne représente 22%⁴³ du PIB mondial mais seulement 10% de la technologie mondiale **émergente**⁴⁴, selon plusieurs indicateurs de puissance pertinents pour ce secteur.

Pour ce qui concerne les jeunes sociétés, les levées de fonds des start-up européennes n'ont représenté que 10% du financement mondial en 2018, loin derrière les Etats-Unis (53%) et la Chine (27%, contre 10% en 2013)⁴⁵. Parmi les 372 licornes⁴⁶ décomptées dans le monde à mi-juillet 2019⁴⁷, 182 sont américaines, 94 sont chinoises et seulement 45 sont européennes⁴⁸.

S'agissant ensuite des firmes bien établies sur leur marché, la liste des 100 plus grandes entreprises numériques cotées établie par Forbes⁴⁹ en 2018 comporte 49 sociétés américaines, 14 chinoises et uniquement 12 européennes dont une seule française (Dassault Systèmes)⁵⁰.

1.2. La puissance industrielle, une condition du leadership politique

La France, après le Royaume-Uni, mais en avance sur les autres grands pays européens, fut le deuxième foyer des premières révolutions industrielles. Sa puissance économique en est une conséquence, tout comme le maintien d'une influence politique considérable. En revanche, plusieurs grands empires de l'histoire moderne ont disparu, faute d'avoir voulu, ou su, remettre en cause les dogmes qui avaient assuré leur puissance. L'héritage de la Renaissance fut une exclusivité européenne, tout comme la victoire des philosophies politiques émancipatrices et la libre circulation des idées. La révolution industrielle fut aussi une des conséquences de cette immense transformation intellectuelle. Avec elle, l'Occident a bénéficié d'immenses gains de productivité et des technologies duales qui lui ont conféré un avantage militaire décisif, auquel n'ont pas résisté des géants démographiques comme l'empire de Chine, l'empire des Grands Moghols, l'empire ottoman, malgré leur longue et brillante tradition scientifique.

Beaucoup de nos grandes entreprises actuelles sont à la fois les instigatrices et les héritières de ce leadership mondial. Un résultat obtenu parce que la France est restée près de la frontière technologique. Mentionnons par exemple l'invention d'un procédé de liquéfaction de l'air à l'origine de la création d'Air Liquide ou les multiples innovateurs du secteur automobile du début du 20^{ème} siècle dont les avatars sont aujourd'hui PSA, Renault, Valeo et Michelin. Il en va de même avec l'aéronautique (Airbus) et de nombreuses autres industries (chimie, énergie, environnement, etc.).

⁴³ Les Etats-Unis 24% et la Chine 15%. Source : FMI, « World Economic Outlook Database » (avril 2018). PIB en dollar courant.

⁴⁴ Les investissements mondiaux en R&D, tous secteurs confondus, donnent une image plus positive. Ils s'élevaient à 350 Md\$ (19% du total mondial) en 2016, contre 476 Md\$ pour les Etats-Unis et 371 Md\$ pour la Chine. Source : UNESCO, « How much does your country spend in R&D » (2018).

⁴⁵ Source : KPMG, « Venture Pulse Q4'18 », d'après PitchBook.

⁴⁶ Start-up non cotées valorisées plus d'un milliard de dollars.

⁴⁷ Source : CB Insights, « The Global Unicorn Club ». Liste mise à jour continuellement.

⁴⁸ Dont seulement cinq licornes françaises : BlaBlaCar, Deezer, Doctolib, Meero et OVH.

⁴⁹ Source : Forbes, Top 100 Digital Companies 2018.

⁵⁰ Résultat similaire dans le classement Thomson-Reuters.

L'enjeu de l'investissement dans les technologies de rupture est donc critique pour notre pays. Il s'agit de figurer dans le peloton de tête de la « quatrième révolution industrielle ». Une révolution qui promet d'immenses gains de productivité grâce à la maîtrise de la puissance cognitive⁵¹. Elle a été initiée à la fin du siècle dernier avec les nouvelles technologies de l'information et de la communication. Elle entre aujourd'hui dans une phase décisive. L'ambition de la France est d'en être un acteur, en ligne avec son histoire industrielle et scientifique.

Notre pays peut continuer de jouer les premiers rôles dans cette nouvelle révolution. L'enjeu est considérable. D'abord faire prospérer sur notre territoire les leaders économiques et technologiques du XXIème siècle. Ensuite assurer la prospérité du peuple français, car son niveau de vie est gagé sur la maîtrise collective des moyens de production modernes. La leçon des quarante dernières années est que le succès n'est pas garanti.

L'âge moyen des entreprises du CAC40 dépasse en effet les 100 ans. Cela rend compte de la qualité, de l'investissement technologique⁵² et de la résilience de nos grandes entreprises. Mais cela révèle aussi qu'une seule « jeune »⁵³ entreprise technologique, Dassault Systèmes, a rejoint l'élite du capitalisme français. A l'inverse, le secteur technologique représente environ 30% de la capitalisation boursière de l'indice américain S&P 500⁵⁴ grâce à Google, Apple, Facebook, Amazon ou encore Microsoft. Des entreprises nées il y a moins de quarante ans.

1.3. L'innovation, une condition de la prospérité du peuple français

Avec le capital et le travail, la productivité est un facteur décisif de progrès du PIB et donc de la prospérité d'une nation et de ses citoyens, lorsque les mécanismes de redistribution sont efficaces. Ici aussi les leçons de l'histoire sont éloquentes. Les gains de productivité sont classiquement associés au progrès technologique. Pour un Etat, développer et financer sur son territoire les entreprises les plus efficaces à cet égard apporte un double bénéfice, parfaitement illustrés par le débat tenu autour de la « taxe GAFA » :

- ◆ Augmenter les assiettes fiscales et sociales ;
- ◆ Conserver sur son sol la rente technologique, payée par les consommateurs au profit des actionnaires de ces firmes.

Au-delà de considérations macro-économiques, il s'agit aussi de renforcer le tissu social en créant des emplois et en donnant une vision positive de l'avenir dans un pays singulièrement pessimiste. Selon le Boston Consulting Group, les start-up françaises, correctement financées et accompagnées, pourraient créer 400 000 emplois nets d'ici 2022⁵⁵, soit environ un tiers des 250 000 emplois nets créés en moyenne chaque année en France par le secteur privé⁵⁶. Le potentiel d'emplois serait même plus important en appliquant les ratios américains : les start-up sont à l'origine de 50% des créations de nouveaux jobs aux Etats-Unis⁵⁷.

⁵¹ Tout comme les deux premières révolutions industrielles ont domestiqué la puissance mécanique. Avec l'intelligence artificielle, la robotique, l'internet des objets, les véhicules autonomes, la biotech en particulier.

⁵² 41 entreprises françaises ont contribué pour 3,7% (29 Md\$) du total mondial des montants investis en R&D par les 1 000 plus grands entreprises du monde, Source : Strategy&, « Global Innovation 1000 » (novembre 2018). Chiffres pour la dernière année fiscale au 30 juin 2018.

⁵³ De moins de 40 ans.

⁵⁴ Source : S&P Dow Jones Indices, au 31 janvier 2019. Le chiffre inclut la part des secteurs GICS « Information Technology » et « Communication Services ».

⁵⁵ Source : Boston Consulting Group et La Boussole, « Devenir une licorne ? Quel bon accompagnement à chaque étape pour les entrepreneurs » (avril 2018).

⁵⁶ Source : INSEE. Hypothèse haute.

⁵⁷ Source : Fondation Kauffman, « The Economic Impact of High-Growth Firms » (juin 2016). Voir également les travaux académiques relatifs à l'emploi des jeunes cités dans « Plus de marché pour plus d'Etat ! » de F. Kramarz et P. Tibi, RB-Eyrolles, 2016.

1.4. La France concentre de très nombreux atouts

Les atouts de la France lui permettent de participer à la compétition mondiale pour le leadership de la quatrième révolution industrielle :

- ◆ Une recherche amont de haut niveau : la France se place au 7^{ème} rang mondial par le nombre de ses publications scientifiques (3,2% du total sur la période 2014-2016)⁵⁸ ;
- ◆ Un investissement total en R&D d'environ 60 Md\$, au sixième rang mondial (3,5% du total en 2016)⁵⁹ ;
- ◆ Des nombreux ingénieurs et scientifiques de qualité : près de 50 000 ingénieurs et docteurs sont diplômés chaque année⁶⁰ d'écoles et universités reconnues mondialement (Universités Pierre et Marie Curie, Paris-Saclay, de Strasbourg, Grenoble Alpes, Montpellier et d'Aix-Marseille, Ecole polytechnique, Mines ParisTech, CentraleSupélec, Télécom ParisTech, ESPCI ParisTech etc.). Leur coût est jusqu'à deux fois moins élevé que dans la Silicon Valley, notamment grâce au Crédit d'impôt recherche (CIR)⁶¹ ;
- ◆ Un fort esprit entrepreneurial : 60% des 18-29 ans souhaitent créer leur entreprise⁶² et près de 1 400 start-up ont levé une série A ces cinq dernières années⁶³ ;
- ◆ Une très grande tradition industrielle et de nombreuses grandes entreprises d'élite ayant réussi à devenir des leaders mondiaux ou européens de leur secteur : Air Liquide, Airbus, BNP Paribas, Bouygues, Capgemini, Carrefour, Danone, Dassault-Systèmes, Engie, Essilor, Legrand, L'Oréal, LVMH, Michelin, Orange, PSA, Publicis, Renault, Safran, Sanofi, Saint-Gobain, Schneider Electric, Sodexo, Total, Valeo, Veolia, Vinci, etc. ;
- ◆ Une épargne financière abondante : plus de 5 000 Md€ pour les ménages⁶⁴ ;
- ◆ *Last, but not least*, l'appartenance à l'Union européenne, qui procure à nos firmes l'accès au marché unique dans la première région économique du monde, à la libre circulation des talents, au libre établissement au sein de l'UE, à la participation aux grands projets technologiques et scientifiques, à l'accès à un financement peu coûteux grâce à une monnaie stable et respectée. La France peut nourrir l'ambition d'être le premier hub technologique en Europe.

Pourtant, les résultats de la France des jeunes entreprises technologiques ne reflètent pas cette position favorable. Notre opinion est que la difficulté du financement est un facteur limitant essentiel. Elle résulte selon nous d'une double défaillance de marché, qu'il conviendra de réduire par des mécanismes de marché.

⁵⁸ Source : Ministère de l'enseignement supérieur, de la recherche et de l'innovation, « L'Etat de l'enseignement supérieur et de la recherche en France n°11 » (juillet 2018).

⁵⁹ Source : UNESCO, « How much does your country spend in R&D » (2018).

⁶⁰ Source : Ministère de l'enseignement supérieur, de la recherche et de l'innovation.

⁶¹ Source : Le Figaro, « Le cri d'alarme d'un Français de la Silicon Valley (février 2014).

⁶² Source : Sondage OpinionWay réalisé pour le Salon des entrepreneurs (janvier 2017).

⁶³ Source : EY, « Baromètre du capital risque en France ». Série A : première levée à laquelle participe un fonds de capital-innovation.

⁶⁴ Source : Banque de France, « Rapport de l'Observatoire de l'épargne réglementée 2017 ». Chiffres à fin 2017.

2. Une double défaillance de marché, faute de capital et des compétences permettant de le déployer efficacement

Une insuffisante taille de marché commercial intérieur ainsi que des infrastructures et réglementations de marché perfectibles sont fréquemment citées comme des facteurs limitants pour les entreprises technologiques françaises. Le premier critère n'a pas empêché Israël et la Suède de rencontrer un succès notable. Le second cause parfois certaines irritations⁶⁵ mais il ne pose pas de problème opérationnel bloquant. La mission estime qu'en matière d'introductions en bourse, **le sujet de premier ordre est l'existence d'un marché financier abondant et profond. Elle a ainsi décidé de se concentrer sur l'essence du marché des actions : un lieu de rencontre entre une offre (les émetteurs) et une demande (les investisseurs) de titres.**

Pour ce qui concerne les entreprises de technologie, il existe à cet égard une double défaillance de marché : peu de titres offerts et une faible demande potentielle.

2.1. Première défaillance de marché : une insuffisante offre de titres

En dépit d'un stock notable de potentiels candidats intéressants (voir 2.1.1.3.), il y a aujourd'hui peu d'entreprises technologiques françaises cotables, c'est-à-dire des sociétés satisfaisant aux critères jugés discriminants par le marché : une stratégie et un modèle économique rentables, une prévisibilité raisonnable des flux de trésorerie, une diversité de produits et de clients, et des dirigeants capables de se conformer à la discipline du marché. Les quelques entreprises ayant récemment fait le choix de la cotation y ont souvent procédé alors qu'elles étaient immatures. Avec une sanction immédiate et brutale quand les résultats réels diffèrent significativement des prévisions présentées au marché.

Nous qualifions ces cotations de prématurées parce que ces firmes n'avaient pas pu, ou voulu, trouver un financement privé de type *late stage* plus conforme à leur stade de développement. C'est en effet le financement *late stage*, via des recapitalisations s'échelonnant sur le marché international entre cinquante et plusieurs centaines de millions d'euros, qui permet à des entreprises de s'internationaliser, de monter les barrières technologiques et de préparer l'introduction en bourse. Ce financement est assuré quasi exclusivement par les fonds de capital-innovation.

2.1.1. La faiblesse persistante du financement en late stage des entreprises technologiques françaises

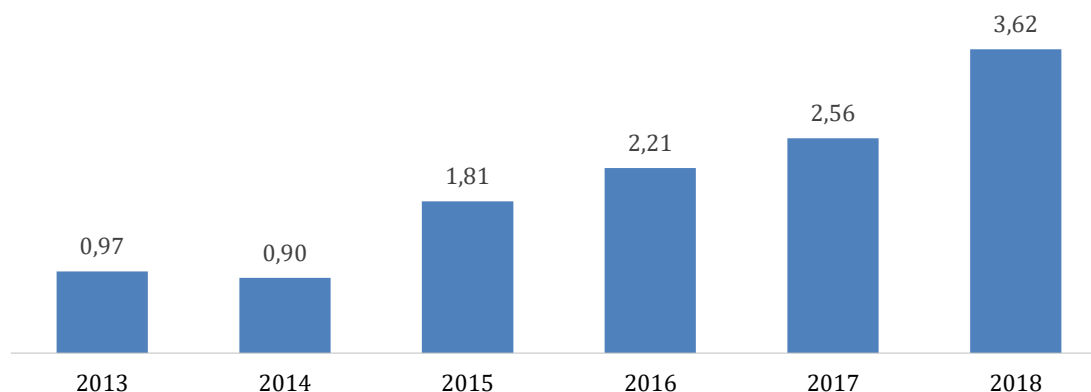
2.1.1.1. Les montants globaux levés par les start-up françaises ont pourtant été multipliés par 4 depuis 5 ans

D'après le « Baromètre du capital risque en France » publié semestriellement par EY, les start-up françaises ont levé près de 3,6 Md€ en 2018. Une progression considérable au regard du milliard d'euros levé en 2014 (voir graphique 1). En 2018, la France représentait 15% du montant total levé et 21% du nombre total d'opérations en Europe, derrière le Royaume-Uni (respectivement 31% et 22%) et l'Allemagne (respectivement 19% et 19%)⁶⁶.

⁶⁵ En particulier s'agissant des augmentations de capital. Voir annexe 2 pour plus de détails.

⁶⁶ Source : EY, « Baromètre du capital risque en France ».

Graphique 1 : Montants annuels levés par les start-ups en France (Md€)



Source : EY, « Baromètre du capital risque en France ».

2.1.1.2. Un très actif financement des start-up en amorçage et aux premiers stades du cycle

Les levées de fonds des start-up françaises concernent pour l'essentiel les premières étapes du cycle de financement : allant de quelques millions d'euros pour l'amorçage et ensuite la série A⁶⁷, à près de 10 M€ pour la série B. Ces premières levées ont représenté 90% du nombre total et 62% des montants investis en 2018⁶⁸. Elles financent généralement la validation de l'offre produit et son lancement commercial.

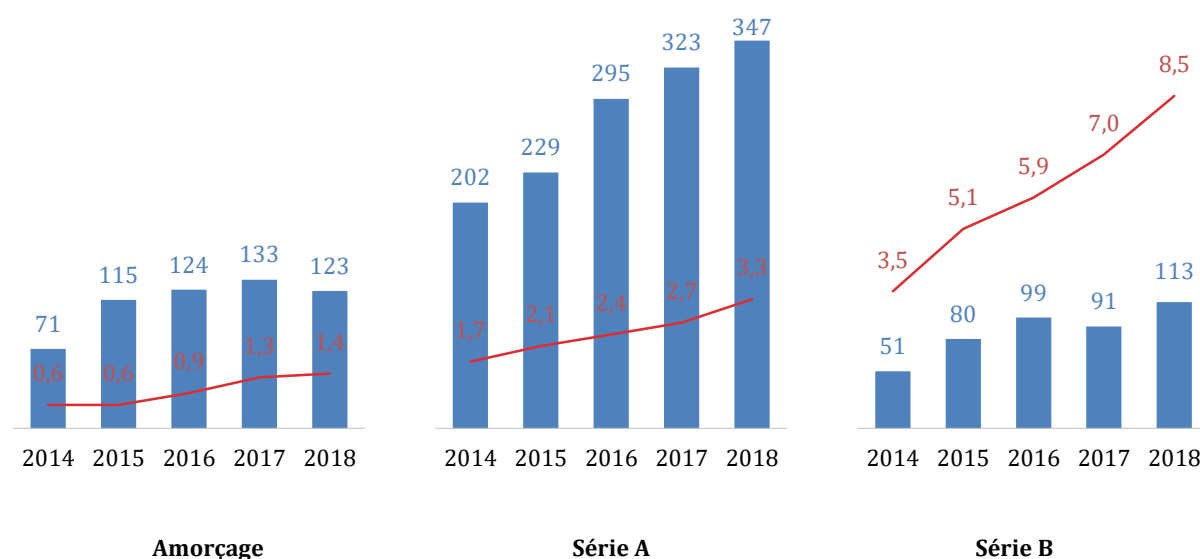
Le nombre de ces opérations est en très forte croissance (voir graphique 2) tout comme le montant moyen levé. Cela signifie qu'il y a un nombre croissant de start-up en émergence. Cela veut aussi dire qu'elles parviennent à lever plus d'argent, plus tôt. L'écosystème est ainsi en train d'alimenter un réservoir intéressant de start-up potentiellement candidates au statut de licorne, à condition qu'elles trouvent des financements plus conséquents en séries C, D, et suivantes. Plus d'une centaine de start-up ont en effet levé un minimum de 20 millions d'euros depuis 2015⁶⁹.

⁶⁷ Première levée à laquelle participe un fonds de capital-innovation. La série B est la deuxième, et ainsi de suite.

⁶⁸ Source : EY, « Baromètre du capital risque en France ».

⁶⁹ Source : Crunchbase.

Graphique 2 : Evolution du nombre d'opérations (colonne) et montant moyen levé (M€ - ligne) par tour de financement



Source : EY, « Baromètre du capital risque en France ».

Ces progrès sont dus à la présence importante de fonds de capital-innovation sur ce segment, rendue possible par la politique de soutien en fonds de fonds menée par l'Etat depuis le début des années 2000 et encore amplifiée avec le lancement de Programmes d'investissement d'avenir et la création de Bpifrance.

2.1.1.3. Les financements de late stage demeurent toutefois rares

En revanche, une défaillance de marché existe au niveau du *late stage*⁷⁰, c'est-à-dire les levées supérieures à 30-40 M€⁷¹ permettant à l'entreprise de financer son industrialisation et son internationalisation, et ainsi de passer du statut de « start-up » à celui de « scale-up ». En 2018, seules 7 start-up ont ainsi levé plus de 50 M€ contre 9 en Allemagne et 25 au Royaume-Uni⁷². Au total, depuis trois ans (voir tableau 1), seulement une trentaine de start-up ont levé plus de 50 M€ lors de leur dernier tour de table⁷³. Pour donner une idée de la concurrence mondiale, notons que 189 start-up américaines ont levé plus de 100 M\$ en 2018⁷⁴. De plus, les 27 start-up qui ont rejoint la liste mondiale des licornes au premier trimestre 2019 ont en moyenne collecté un montant total de 260 M€ pour atteindre ce statut et leur dernière levée était en moyenne de 150 M€⁷⁵.

⁷⁰ Appelé également segment du capital-croissance ou *growth*.

⁷¹ Correspondant généralement à la série C ou D, dans le jargon du capital-innovation.

⁷² Source : EY, « Baromètre du capital risque en France ».

⁷³ 8 startups ont réalisé une levée supérieure à 50 M€ depuis le début de l'année, soit autant que sur l'ensemble de l'année 2018. Cette accélération est très encourageante. Cependant, ces chiffres ne changent pas le diagnostic ni la situation globale.

⁷⁴ Source : Crunchbase.

⁷⁵ Source : Crunchbase pour les données de levées et CB Insights pour l'identification des licornes.

Tableau 1 : Liste des start-up françaises ayant levé plus de 50 M€ depuis début 2015

Nom	Secteur	Date dernière levée	Montant dernière levée (M€)	Montant total levé (M€)
1. OVH	Cloud	août-16	250	250
2. Meero	Plateforme	juin-19	203	260
3. BlaBlaCar	Plateforme	sept-15	176	291
4. Voodoo	Gaming	mai-18	172	172
5. Deezer	Plateforme	août-18	160	455
6. Sigfox	IoT	nov-16	150	277
7. Doctolib	Plateforme	mar-19	150	234
8. Devialet	Hardware	nov-16	100	140
9. HR Path	Software	avr-19	100	135
10. ManoMano	Plateforme	avr-19	110	183
11. Ynsect	Hardware	fév-19	110	132
12. Dataiku	Big Data	déc-18	89	128
13. Wynd	Software	janv-19	72	110
14. Actility	IoT	avr-17	70	101
15. Evaneos	Plateforme	sept-18	70	92
16. PayFit	FinTech	juin-19	70	89
17. VadeSecure	Cybersécurité	juin-19	70	80
18. BioSerenity	Santé	juin-19	65	83
19. Mirakl	Software	févr-19	62	88
20. Ledger	Cybersécurité	janv-18	61	68
21. Vestiaire Collective	Plateforme	janv-17	58	116
22. Believe Digital	Plateforme	juin-15	55	55
23. Ivalua	Software	mai-19	54	121
24. Shift Technology	FinTech	mar-19	53	88
25. ContentSquare	Software	janv-19	53	107
26. Blade	Cloud	juin-17	51	65
27. OpenClassrooms	EdTech	mai-18	51	59
28. LinkbyNet	Cloud	août-16	50	50
29. Recommerce	Hardware	févr-18	50	57

Source : Communiqués de presse ; Crunchbase ; Dealroom. Chiffres à mi-juillet 2019.

2.1.1.4. Seuls les fonds de grande taille financent en effet le late stage

La taille des fonds français de capital-innovation est plus modeste que celle de leurs principaux concurrents étrangers. Les plus grands gèrent pour leur fonds en cours entre 200 M€ et 400 M€⁷⁶. Le mieux doté à ce jour est un fonds de Partech Ventures : 400 M€ pour Partech International Ventures VII (juin 2017). Notons aussi les fonds de 230 M€ pour Ardian et 340 M€ pour Idinvest. Eurazeo a aussi les moyens de participer aux grandes opérations du fait de sa surface financière existante, issue de son activité historique de capital-développement. Pour les fonds français, l'incapacité à démontrer aux investisseurs des performances passées limite de surcroît le potentiel de lever des capitaux sur une stratégie *growth*, *a fortiori* auprès d'acteurs étrangers.

⁷⁶ Les plus grosses levées en France depuis 2017, outre Partech, sont le fait d'Idinvest (340 M€ pour le fonds Idinvest Growth Fund II), Cathay Capital (287 M€ pour le fonds Cathay Innovation annoncée en juin 2017), Alven Capital (250 M€ pour le fonds Alven Capital V annoncée en janvier 2017), Iris Capital (250 M€ pour le fonds IrisNext annoncée en juin 2017) ou encore Ardian (230 M€ pour le fonds Ardian Growth II annoncée en avril 2018).

Au Royaume-Uni, Atomico a réussi à lever 765 M\$ en février 2017, tandis qu'Index Ventures vient de lever 1 Md\$ pour son quatrième fonds de capital-croissance en juillet 2018. 18 sociétés de gestion américaines de capital-innovation ont capté plus d'1 Md\$ pour leurs derniers fonds. Les montants levés sont en forte hausse : la taille du dernier fonds de ces 18 sociétés de gestion est en moyenne deux fois plus importante que celle du fonds précédent⁷⁷.

Du fait des règles de diversification des investissements, les fonds français sont ainsi rarement capables de financer des tickets supérieurs à 30 M€. D'après France Invest, ils n'ont financé, en 2018, que deux tickets supérieurs à 30 M€ et ont investi un montant compris entre 15 M€ et 30 M€ dans seulement 9 entreprises, pour un montant total de 271 M€.

2.1.1.5. Avec des conséquences négatives pour la croissance et le leadership des firmes technologiques françaises

Cette situation freine la croissance des start-up françaises. Elles peuvent en effet être contraintes de financer leur développement par de petits tours de table successifs au détriment de la sérénité du management et de leurs ambitions, notamment à l'international, et au risque de se faire distancer par des concurrents étrangers mieux financés. **Elles peuvent aussi rationnellement décider de se vendre prématurément à un concurrent mieux capitalisé et donc capable d'accélérer la capture du marché dans des secteurs où le leader bénéficie souvent d'une prime décisive.**

Par exemple, Drivy, a été rachetée en avril 2019 par son principal concurrent Getaround, bénéficiaire d'une recapitalisation de 300 M\$, auprès de SoftBank essentiellement. Une opération financière inaccessible pour la firme française. Citons également, dans un passé plus ancien Aldebaran Robotics (rachetée par SoftBank), PriceMinister (rachetée par Rakuten) ou Meetic (rachetée par Match.com). Plus généralement, depuis début 2015, une soixantaine de start-up françaises ont été acquises après leur série A ou B⁷⁸ : Molotov par Altice, Luckey Homes par Airbnb, Netatmo par Legrand, PriceMach par Booking, Zenly par Snap, etc. Des transactions qui permettent à l'écosystème de bâtir un *track record* et de recycler des capitaux, mais aussi la révélation d'un « plafond de verre » (valorisation autour de 200-300 M€) pour nombre d'entreprises qui auraient pu prétendre à de hautes ambitions.

Seule une poignée de start-up d'élite, opérant le plus souvent des activités BtoC, sont jusqu'à présent parvenues à susciter l'intérêt de fonds étrangers intervenant en *late stage*, comme Accel Partners, Index Ventures ou General Atlantic⁷⁹. Pour les autres, la défaillance de marché laisse en plan bon nombre de start-up qui n'auraient sans doute pas eu de difficultés à se financer aux Etats-Unis.

⁷⁷ Sous l'influence de SoftBank et de sa levée de 100 Md\$. Les fonds de 2 à 5 Md\$ mènent cette course à la taille. Source : Crunchbase.

⁷⁸ Source : Crunchbase.

⁷⁹ Comme ManoMano, Open Classrooms ou encore Doctolib.

2.1.2. Le mauvais bilan des introductions en bourse de sociétés technologiques en France est une conséquence de l'incapacité de l'écosystème à financer l'accélération d'un grand nombre de start-up

2.1.2.1. Des sociétés immatures qui comprennent mal la « grammaire du marché »

Quand une solution de sortie industrielle ou de financement par le capital-innovation n'est pas possible, les start-up sont contraintes de se tourner vers l'introduction en bourse afin de poursuivre leur croissance et d'assurer la liquidité des fonds présents à leur capital. Une opération souvent perçue comme un pis-aller, d'autant plus que ces sociétés n'ont souvent pas la maturité nécessaire pour se confronter à la discipline des marchés financiers.

Elles se trouvent généralement rapidement en difficulté sur le marché du fait d'un manque de discipline en matière de communication financière et d'un modèle d'affaires qui n'est pas encore stabilisé. Avec trois inconvénients majeurs :

- ◆ Une capitalisation boursière et un flottant très réduits ;
- ◆ Une conviction incertaine des investisseurs qui fuient le marché du titre à la première mauvaise nouvelle ;
- ◆ La très grande difficulté à tenir les promesses faites lors de l'introduction, même lorsqu'il s'agit de simples prévisions de chiffres d'affaires à court terme⁸⁰.

2.1.2.2. Des sociétés qui n'intéressent pas les grands investisseurs

En France, les firmes technologiques qui accèdent au marché sont de donc de petite taille. La maturité et la taille de l'entreprise, mesurée par la capitalisation boursière, ne sont pas toujours liées. Cependant, la seconde reste un bon moyen d'approcher la première, en particulier dans le secteur technologique. De ce point de vue, la France est mal placée par rapport à ses concurrents : la médiane des capitalisations boursières des entreprises technologiques introduites ces trois dernières années⁸¹ était ainsi de 57 M€ en France (12 entreprises) contre 86 M€ au Royaume-Uni et Allemagne (31 entreprises). Des ordres de grandeur très inférieurs à ce que nous observons aux Etats-Unis. En effet, la capitalisation boursière médiane des entreprises technologiques au moment de leur introduction en 2018 sur le NASDAQ et le NYSE était de 608 M\$ pour les 214 firmes recensées par Crunchbase. La moyenne des opérations révèle aussi l'inexistence de modèles de référence de taille conséquente⁸². Elle est de 64 M€ en France (12 entreprises) contre 376 M€ en Europe occidentale hors France⁸³ (80 entreprises).

Ces firmes ne suscitent pas l'intérêt des grands gestionnaires d'actifs (voir tableau 2). Ils ont en effet un montant minimum à investir⁸⁴ pour des raisons de coût de gestion et parce qu'un investissement de faible montant n'a aucun impact tangible sur la performance globale de leurs fonds. Ainsi, selon une grande banque d'investissement de la place rencontrée par la mission, les grands gestionnaires généralistes ne représentent en moyenne que 15-20% des livres d'ordres d'introductions en bourse de valeurs petites et moyennes.

⁸⁰ Par exemple, après avoir été introduite en juillet 2018, la société Navya a publié dès début décembre un avertissement sur résultat annonçant que son chiffre d'affaires pour l'année 2018 serait plutôt de l'ordre de 17 à 19 M€ au lieu des 30 M€ annoncés au moment de l'introduction, seulement quelques mois auparavant. Avec de lourdes conséquences : une crédibilité atteinte, une gouvernance en partie remplacée et une division du cours de bourse par cinq.

⁸¹ Source : Thomson Reuters Eikon, chiffres au 4 octobre 2018.

⁸² A l'instar d'Adyen aux Pays Bas, Delivery Hero en Allemagne ou encore Avast au Royaume-Uni.

⁸³ Allemagne, Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, Italie, Norvège, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède et Suisse.

⁸⁴ La gestion d'une ligne réclame un temps conséquent.

Tableau 2 : Classement des gestionnaires d'actifs présents au capital des entreprises technologiques françaises

Gestionnaire d'actifs	Total (sur 152)	Capitalisation boursière	
		< 200 M€ (sur 116)	> 200 M€ (sur 36)
1. Keren Finance	33	16	17
2. Ostrum Asset Management	32	19	13
3. Norges Bank Investment Management	31	8	23
4. Meeschaert Asset Management	28	21	7
5. Amundi	28	11	17
6. HSBC Global Asset Management	27	15	12
7. UBS	27	18	9
8. Fidelity	26	4	22
9. Sycomore Asset Management	24	12	12
10. Amplegest	21	14	7
11. Dimensional Fund Advisors	21	3	18
12. DNCA Investments	19	7	12
13. Mandarine Gestion	19	6	13
14. HMG Finance	18	14	4
15. Inocap Gestion	17	7	10
16. Amiral Gestion	16	5	11
17. Humanis Gestion d'Actifs	16	10	6
18. Portzamparc Gestion	16	12	4
19. Dorval Asset Management	15	7	8
20. Talence Gestion	14	10	4
21. Tocqueville Finance	15	8	7
22. Oddo BHF Asset Management	15	4	11
23. Uzès Gestion	13	10	3
24. Raymond James Asset Management	12	8	4
25. Erasmus Gestion	11	7	4
26. La Banque Postale Asset Management	11	3	8
27. The Vanguard Group	11	0	11
28. BlackRock	10	0	10
29. Financière Arbevel	10	9	1
30. JPMorgan Asset Management	10	0	10

Source : Thomson Reuters Eikon, chiffres au 4 octobre 2018.

Elles ne suscitent pas plus l'intérêt des analystes de recherche : le volume d'échanges est trop faible pour garantir un montant suffisant de commissions et une attention sérieuse de la part des gestionnaires d'actifs. La profondeur de la couverture d'un titre est très corrélée à la valeur de son flottant⁸⁵.

⁸⁵ Le coefficient de détermination de la régression simple entre le nombre d'analystes couvrant une entreprise (variable expliquée) et la valeur de son capital flottant (variable explicative), i.e. sa capitalisation boursière multipliée par son flottant, atteint ainsi 80% pour un échantillon constitué des entreprises introduites sur le marché français ces trois dernières années. 43 entreprises pour lesquelles les données sont disponibles. Source : Thomson Reuters Eikon, chiffres au 4 octobre 2018.

2.1.2.3. Un problème de crédibilité

A ce désintérêt des investisseurs et de la recherche s'ajoute généralement le retrait des investisseurs historiques après la période de blocage. Le cours du titre est fragilisé. Dans ce schéma (baisse du cours, base limitée d'investisseurs, illiquidité du marché du titre, recherche quasi-inexistante, crédibilité atteinte) le recours à de nouvelles augmentations de capital pour poursuivre sa croissance est extraordinairement difficile. Au mieux, ces opérations auront lieu prix d'une forte dilution. L'entreprise est ainsi fragilisée.

La crédibilité du marché des introductions dans son ensemble est entachée. En effet, la qualité de l'historique de performances des introductions en bourse est un paramètre clé. Elle est un des critères de considération d'un investissement pour une nouvelle opération, *a fortiori* pour les acteurs étrangers. La sélectivité est ainsi essentielle. La mission considère que le nombre d'introductions en bourse n'est pas, en soi, l'objectif de premier rang. Elle recommande de privilégier la qualité et la taille des opérations. Les indicateurs pertinents seraient ainsi la capitalisation boursière totale et la valeur médiane des entreprises introduites sur le marché.

Un retour à la crédibilité du marché est conditionné par la cotation de firmes ayant atteint la taille et le degré suffisant de maturité. Il passe aussi par une sélectivité plus importante. Nous recommandons ainsi de rendre plus strictes les *due diligences* préalables à l'introduction (notamment sur les prévisions de chiffres d'affaires) et en valorisant publiquement le soutien d'un ou plusieurs investisseurs « piliers », qui attesteraient de la qualité de l'entreprise candidate.

Les investisseurs piliers (*anchor investor* ou *cornerstone investor* en anglais⁸⁶) sont des gestionnaires de renom qui s'engagent, quelques semaines avant la cotation, à souscrire une part importante des actions mises en vente. Cela facilite l'opération grâce à l'effet de mimétisme et d'entraînement suscité par sa bonne réputation auprès des autres investisseurs. D'après les échanges de la mission, 75 % des introductions en bourse en Suède⁸⁷ comptent aujourd'hui au moins un investisseur pilier, le plus souvent domestique, alors que ce chiffre était quasi nul avant 2013. Sur la période 2014-2017, il y a eu au moins un investisseur pilier dans 65% des introductions de bourse suédoises avec une levée de capital supérieure à 36 M€⁸⁸. Selon Dealogic, sur la bourse de Hong Kong cette fois, les investisseurs piliers ont représenté 58 % des montants levés lors des introductions en bourse en 2016, après 45 % en 2015, contre seulement 18 % en 2010.

Les règles applicables aux investisseurs piliers varient selon les pays. Elles sont par exemple inexistantes en Suède où elles relèvent uniquement de la pratique de marché. A Hong Kong, des règles ont été clairement définies par le Hong Kong Stock Exchange⁸⁹. Ils peuvent obtenir une allocation garantie au moment de l'introduction, avant même le *roadshow* auprès d'autres investisseurs. Ils s'engagent sur une somme investie mais souscriront au prix d'introduction. En contrepartie, leur nom et des détails à leur sujet sont publiés dans le prospectus d'introduction, ils ne peuvent disposer d'administrateurs au conseil d'administration et ils sont généralement soumis à une période de lock-up d'au moins six mois.

La mission recommande ainsi de mobiliser les investisseurs français pour qu'ils jouent le rôle d'investisseur pilier dans les introductions en bourse sur le marché français, afin d'en faire une pratique de place.

⁸⁶ Un *cornerstone investor* bénéficie d'une allocation garantie mais généralement en contrepartie d'une période de blocage et de la publication de leur nom dans le prospectus. Un *anchor investor* ne bénéficie lui pas d'une allocation garantie mais n'est pas soumis aux contreparties.

⁸⁷ La Suède est un pays de référence en matière d'introductions en bourse nombreuses et de bonne qualité : 115 en 2017.

⁸⁸ Source : Engman, Jonathan LU and Leveen Pehrson, Markus, « Cornerstone Investors on the Swedish IPO Market – Salvation or Damnation? » (2017).

⁸⁹ Source : HKEX, « Guidance letter HKEX-GL85-16 » (janvier 2016, mise à jour en février 2018).

2.2. Seconde défaillance de marché : la très faible demande qualifiée de titres de sociétés technologiques cotées

Le premier objectif est donc de multiplier le nombre de sociétés françaises cotables. Cependant, l'atteindre ne garantira pas leur cotation en bourse en France, comme le démontre l'exemple israélien (voir 2.3.), où un secteur de capital-innovation florissant coexiste avec un marché boursier atone. **Une entreprise est en effet cotée là où sont basés ses actionnaires boursiers.** Nos leaders technologiques seront cotés en France s'ils y trouvent une masse critique d'actionnaires et une liquidité suffisante⁹⁰. Cette masse critique n'existe pas à ce jour et il convient de remédier à cette seconde défaillance de marché.

2.2.1. Les investisseurs institutionnels français sont sous-investis dans le secteur technologique

Un exemple pertinent est l'exposition au secteur technologique des fonds généraux d'assurance-vie, 7% des actions cotées quand le benchmark mondial est de 19%.

Les fonds généraux (« fonds euros ») des organismes d'assurance-vie et mixtes s'élèvent à 2 034 Md€ à fin 2017. Grâce à l'utilisation des catégories NACE⁹¹, l'ACPR a pu fournir à la mission l'exposition de ces fonds aux entreprises cotées du secteur technologique (voir tableau 3) :

- ♦ Avant mise en transparence, les investissements en actions représentent 156 Md€ soit 7,7% du total des placements des fonds euros. Concernant les actions cotées, 4,2 Md€ sont investis dans le secteur technologique, soit 5,9% des actions cotées ;
- ♦ Après mise en transparence (i.e. également à travers des organismes de placement collectifs), les investissements en actions s'élèvent à 230 Md€ en actions, soit 11,3% du total des placements des fonds euros. Parmi les actions cotées, 8,9 Md€ correspondent au secteur technologique, soit 6,9% des volumes d'actions cotées détenus par les organismes d'assurance-vie ou mixtes.

⁹⁰ Les meilleures et celles qui ont une activité significative aux Etats-Unis y seront cotées. Pour celles-ci, l'enjeu est d'obtenir une double cotation, jugée inutile jusqu'à présent par nos anciennes licornes : Criteo, DBV Technologies, Collectis ou encore Talend.

⁹¹ J58.2 – Edition de logiciels ; J61 – Télécommunications ; 62 – Programmation, Conseil et autres activités informatiques ; J63 – Services d'information ; M72.11 – Recherche-développement en biotechnologie.

Tableau 3 : Exposition des assureurs français en action des fonds euros aux entreprises cotées du secteur technologique

	Montant (Md€)	%		Montant (Md€)	%
Investissements hors UC avant mise en transparence	2 034		Investissements hors UC après mise en transparence	2 034	
Actions	156	7,7%	Actions	230	11,3%
dont actions cotées	72		dont actions cotées	128	
dont secteur technologique	4,2	5,9% des actions cotées	dont secteur technologique	8,9	6,9% des actions cotées
dont actions non cotées	84		dont actions non cotées	102	

Source : ACPR.

Pourtant, un des résultats les plus solides de la théorie financière⁹² est que la diversification des actifs améliore le couple rendement-risque. A ce titre, une exposition optimale théorique au secteur technologique devrait être de 19%⁹³ des actifs du portefeuille actions.

Trois raisons à ce sous-investissement : la surpondération de l'actif en euros, la faiblesse de la « poche actions » dans l'assurance-vie, et les trop rares expertises en matière de valeurs technologiques chez les grands gestionnaires d'actifs français.

- ♦ Il a été objecté à la mission que le passif de l'assurance-vie est en euro, et qu'il doit en conséquence être représenté en actifs valorisés dans cette devise⁹⁴. Or les valeurs technologiques représentent une part bien moins importante de la capitalisation boursière totale du marché en Europe : 9% de l'indice MSCI pour la zone euro contre respectivement 21% et 19% des indices MSCI pour les Etats-Unis et le monde⁹⁵. Mais, même en tenant pour acquise la contrainte "devise", **un réajustement au benchmark européen se traduirait par un investissement supplémentaire en technologie d'environ 3 Md€**. Un réajustement au benchmark mondial induirait un investissement supplémentaire de 15 Md€ ;
- ♦ Etant données les spécificités de l'investissement dans le secteur technologique, celui-ci devrait être considéré comme une classe d'actifs à part entière. Cependant, les montants en jeu sont trop faibles pour bénéficier d'un traitement différencié. Il ne constitue qu'une sous-catégorie d'une poche « actions cotées » déjà très réduite, rapportée à la taille des fonds euros. L'impact d'une réévaluation de la pondération du secteur sur le rendement des fonds euros de près de 2 000 milliards d'euros serait en conséquence peu visible. Il ne suscite donc pas une attention particulière ;

⁹² Théorie du portefeuille, développée notamment par le Prix Nobel Markowitz (1952).

⁹³ Part du secteur technologique dans le MSCI World Index au 31 décembre 2018.

⁹⁴ Notons que cette pratique n'est pas un standard de la gestion, y compris dans l'assurance-vie. Les instruments de couverture du risque de change peuvent apporter une réponse, au prix certes d'un chargement en capital, dont le coût est à comparer avec le bénéfice de la diversification. On peut aussi arguer que les sociétés de technologie ont un marché mondial, ce qui peut conduire à réévaluer le risque de change.

⁹⁵ Source : MSCI European Economic and Monetary Union Index, MSCI USA Index et MSCI World Index au 31 décembre 2018. Ces indices couvrent de l'ordre de 85% de la capitalisation boursière du marché de la zone considérée

- ◆ Enfin, la quasi-totalité des assureurs disposent d'une filiale de gestion d'actifs qui gère pour eux la très grande majorité des fonds collectés par les produits d'assurance-vie. Ces spécialistes n'ont manifesté qu'un intérêt récent pour la classe d'actifs et ne disposent pas de l'éventail de compétences nécessaires, notamment d'équipes spécialisées. Ce point est crucial et mérite un développement spécifique.

2.2.2. Pas d'offre française de grands fonds spécialisés sur le secteur technologique

Les gestionnaires d'actifs français sont des acteurs de classe mondiale, mais leur expertise en matière de gestion d'actions du secteur technologique ne les qualifie pas dans le top 30 des grands spécialistes mondiaux.

2.2.2.1. Les grands gestionnaires d'actifs français font partie des leaders mondiaux en termes d'actifs sous gestion

La France est le premier marché d'Europe continentale pour la gestion d'actifs avec près de 4 000 Md€ d'actifs gérés⁹⁶. Dans le top 30 mondial des acteurs du secteur, on compte quatre établissements français (voir tableau 4) : Amundi, Natixis Investment Managers, AXA Investment Managers et BNP Paribas Asset Management.

⁹⁶ Source : Association française de gestion (AFG).

Tableau 4 : Classement mondial des gestionnaires d'actifs par total d'actifs sous gestion

Gestionnaire d'actifs	Pays	Actifs sous gestion au 31-déc-18 (Md€)
1. BlackRock	E-U	5 251
2. Vanguard Asset Management	E-U	4 257
3. State Street Global Advisors	E-U	2 197
4. Fidelity Investments	E-U	2 097
5. BNY Mellon Investment Management	E-U	1 498
6. J.P. Morgan Asset Management	E-U	1 486
7. Capital Group	E-U	1 467
8. PIMCO	E-U / All.	1 452
9. Amundi	France	1 425
10. PGIM	E-U	1 205
11. Goldman Sachs Asset Management International	E-U	1 165
12. Legal & General Investment Management	R-U	1 131
13. Wellington Management International	E-U	878
14. T. Rowe Price	E-U	842
15. Nuveen	E-U	813
16. Natixis Investment Managers	France	808
17. Invesco	E-U / R-U	777
18. Northern Trust Asset Management	E-U	774
19. AXA Investment Managers	France	730
20. Sumitomo Mitsui Trust Asset Management	Japon	696
21. Insight Investment	R-U	692
22. UBS Asset Management	Suisse	682
23. DWS Group	Allemagne	662
24. PGIM Fixed Income	E-U	649
25. Affiliated Managers Group	E-U	643
26. Legg Mason	E-U	639
27. Franklin Templeton Investments	E-U	567
28. Aberdeen Standard Investments	R-U	563
29. BNP Paribas Asset Management	France	537
30. MetLife Investment Management	E-U	514

Source : IPE, « Top 400 asset managers 2019 ». Chiffres au 31 décembre 2018.

2.2.2.2. Mais ils ne gèrent pas de grands fonds « global tech », dont le rôle est pourtant structurant

2.2.2.2.1. Malgré de brillantes exceptions européennes, l'écrasante domination des gérants américains

L'analyse du top 30⁹⁷ par actifs gérés des fonds dits « global tech » (voir tableau 5), c'est-à-dire investissant dans des entreprises technologiques cotées du monde entier, met en lumière l'absence des grands gestionnaires d'actifs français.

Les gestionnaires d'actifs les plus forts dans le secteur technologique leur sont pourtant comparables (ou inférieurs) en taille globale :

⁹⁷ Le classement ne prend en compte que les fonds ouverts et non les mandats ni les ETF. L'information sur les mandats n'est pas publique. Néanmoins, lorsqu'il dispose d'un mandat, le gestionnaire d'actifs le réplique souvent en fonds ouverts. Enfin, les ETF relèvent de la gestion passive, qui ne nous intéresse pas ici.

- ◆ Grands gestionnaires américains : Fidelity, BlackRock, T. Rowe Price, Janus Henderson, Columbia Threadneedle ;
- ◆ En Europe :
 - Maisons innovantes comme Pictet ;
 - Grands fonds européens ayant une stratégie actions à large spectre de classes d'actifs et/ou une présence forte aux Etats-Unis : DWS, Allianz GI, Crédit Suisse, UBS;
 - Gestionnaires nordiques : Swedbank, DNB, SEB.

Tableau 5 : Classement mondial des fonds « global tech » par actifs sous gestion

Nom du fonds	Société de gestion	Date de création	Taille (M \$)	Perf. ann. 2 ans (%)	Tracking error sur 3 ans (%)	Exposition géographique (%)				
						Am. du Nord	Europe dév.	Asie dév.	Asie émerg.	France
1 Ivy Science And Technology C	Ivy	31/07/1997	8 468	22,13	8,81	89,2	0,0	2,4	8,0	0,0
2 Fidelity® Select Software & IT Svcs Port	Fidelity	29/07/1985	6 862	26,81	8,53	96,9	0,8	0,0	0,9	0,8
3 Fidelity® Select Technology	Fidelity	14/07/1981	6 417	28,85	9,71	82,0	1,2	4,8	6,9	0,0
4 Columbia Seligman Comms & Info A	Columbia Threadneedle Investments	23/06/1983	6 087	20,17	10,95	95,6	0,0	0,0	3,5	0,0
5 Pictet - Robotics 1 dy EUR	Pictet	07/10/2015	5 846	17,51		66,0	14,6	0,8	2,4	0,0
6 T. Rowe Price Science & Tech	T. Rowe Price	30/09/1987	5 634	17,66	8,60	65,5	3,9	7,9	17,6	0,0
7 T. Rowe Price Global Technology	T. Rowe Price	29/09/2000	5 300	16,03	12,21	54,1	3,9	9,1	27,5	0,0
8 Swedbank Robur Technology	Swedbank	01/09/1983	4 294	29,10	10,17	73,3	5,0	5,6	7,2	1,3
9 Fidelity Global Technology A-Dis-EUR	Fidelity	01/09/1999	3 928	17,73	9,13	65,1	8,1	9,9	10,1	0,3
10 Pictet-Digital PUSD	Pictet	14/11/1997	3 550	15,24	8,19	60,2	1,6	6,2	19,0	0,5
11 Fidelity® Select Semiconductors	Fidelity	29/07/1985	3 350	20,03	12,93	85,9	0,0	2,3	10,7	0,0
12 Janus Henderson Global Technology T	Janus Henderson	31/12/1998	3 140	27,95	8,59	77,5	1,0	6,4	11,6	0,5
13 Janus Henderson Hrnz Global Tech A2 USD	Janus Henderson	15/10/1996	3 110	24,20	9,47	84,3	1,4	5,4	6,7	0,0
14 Franklin Technology A(acc)USD	Franklin Templeton	03/04/2000	3 015	24,61	9,32	90,5	1,0	1,6	6,9	0,0
15 Fidelity® Select IT Services	Fidelity	04/02/1998	2 964	28,33	6,25	93,2	2,9	0,0	2,5	1,4
16 JNL/Mellon Capital Infor Tech Sect A	Jackson National	02/07/1999	2 946	27,33	8,59	97,9	0,0	0,2	1,7	0,0
17 Polar Capital Global Tech Inc	Polar Capital	19/10/2001	2 903	28,99	10,18	79,5	2,8	5,8	6,1	1,6
18 CS (Lux) Global Robotics Equity DB USD	Credit Suisse	30/06/2016	2 826	27,70		56,8	19,8	0,0	4,4	1,6
19 DNB Teknologj	DNB	06/08/2001	2 424	23,76	8,95	63,8	14,6	0,4	8,7	4,8
20 Swedbank Robur Ny Teknik A	Swedbank	11/11/1996	2 394	28,41	13,65	8,5	79,2	0,0	0,7	0,0
21 Fidelity Advisor® Technology I	Fidelity	03/09/1996	2 332	29,27	9,76	82,1	1,1	5,0	6,8	0,0
22 AllianzGI Technology Institutional	Allianz Global Investors	27/12/1995	1 705	33,09	10,85	97,8	0,0	2,0	0,1	0,0
23 BGF World Technology A2	BlackRock	03/03/1995	1 472	32,45	10,08	70,0	7,7	3,7	9,7	2,4
24 KBC Eq Fd Strat Telec&Tech CI Dis	KBC	05/01/2000	1 456	18,65	8,27	61,1	20,7	7,0	2,9	4,2
25 Columbia Global Technology Growth Inst	Columbia Threadneedle Investments	09/11/2000	1 456	28,70	8,69	85,3	1,8	4,8	5,4	0,2
26 T. Rowe Price Global Tech Eq I USD	T. Rowe Price	15/06/2015	1 438	17,04	12,11	54,8	4,1	9,4	26,1	0,0
27 USAA Science & Technology	USAA	01/08/1997	1 430	19,48	7,30	81,6	0,7	4,9	9,1	0,0
28 VALIC Company I Science & Technology	VALIC	29/04/1994	1 414	24,08	8,55	81,2	1,8	5,7	8,6	0,1
29 BlackRock Technology Opportunities Instl	BlackRock	15/05/2000	1 336	31,28	10,14	69,2	8,4	3,6	8,9	2,4
30 Allianz Global Artfcl Intlgc W EUR	Allianz Global Investors	31/03/2017	1 289			90,8	3,1	0,8	3,9	1,9

Source : Morningstar, chiffres au 7 octobre 2018. Fonds ouverts uniquement, mandats et ETF exclus.

Cela ne signifie pas que les grands gestionnaires français soient totalement absents du secteur technologique (voir tableau 2). Ils sont principalement investisseurs à travers des allocations régionales et non sectorielles, dont la stratégie d'investissement est le plus souvent soumise à un benchmark (indice géographique). Cependant, leur absence de la gestion de fonds « global tech » révèle qu'ils ne disposent pas en général d'équipes spécialisées, au contraire de leurs concurrents étrangers, capables d'appréhender en profondeur les spécificités des entreprises technologiques : une concurrence mondiale, des effets de réseau, des barrières à l'entrée très particulières, une rentabilité normalisée parfois lointaine, les changements parfois radicaux de stratégie, la capacité à construire un dialogue avec les dirigeants des entreprises du secteur. Des équipes généralistes sont ainsi moins enclines à se risquer à investir dans le secteur technologique.

L'absence de gestionnaires français dans le top 30 est la conséquence de la sous-exposition au secteur technologique des assureurs, pourvoyeurs structurants de mandats des gestionnaires d'actifs⁹⁸.

⁹⁸ La même remarque s'applique au portefeuille des investisseurs de la sphère publique.

2.2.2.2. Le rôle des fonds « global tech » est pourtant structurant pour l'écosystème de financement des sociétés technologiques

Les fonds « global tech » sont très importants afin de constituer un écosystème puissant sur une place de marché, pour quatre raisons :

- ◆ Ils construisent une offre de services attractive, constituent et forment des équipes de gérants de qualité et contribuent à l'essaimage de l'écosystème. Ils sont une des raisons du succès de la Suède. Leur absence explique l'échec d'Israël en matière d'introductions en bourse locales, malgré la qualité de son système de capital-innovation ;
- ◆ Ils consomment naturellement de la recherche spécialisée en technologie et rémunèrent donc des bureaux de recherche qui allouent en conséquence les ressources nécessaires à la couverture des titres pertinents du marché ;
- ◆ Ils sont les premiers interlocuteurs des dirigeants d'entreprises qui songent à procéder à une introduction en bourse. Sans interlocuteur valable, du point de vue de ces dirigeants et de leurs actionnaires, il n'est pas question de songer à une introduction en bourse dans leur pays d'origine ;
- ◆ Ils sont les acteurs structurants des introductions en bourse, par les montants apportés et par le signal qu'ils émettent en tant qu'investisseurs particulièrement qualifiés. Plus précisément, ils jouent souvent le rôle d'investisseur pilier dans les introductions en bourse (voir 2.1.2.3.).

2.2.2.3. Les grands gestionnaires d'actifs français sont absents des tours d'investissements « pré-IPO », également critiques pour le succès des opérations

2.2.2.3.1. Les investissements « pré-IPO » reposent sur une double opportunité : capter une part de la valeur avant la mise sur le marché et assurer le succès de l'opération

Préempter une valeur de plus en plus capturée par les VC...

Les investissements pré-IPO sont effectués au moment des dernières levées de fonds privés (séries E / F) de start-up qui précèdent leur introduction en bourse. Ils peuvent être réalisés soit par des fonds dédiés, c'est-à-dire des entités juridiques distinctes gérées par une société de gestion et dont la stratégie d'investissement est d'investir uniquement en pré-IPO comme pour le fonds pré-IPO de Wellington, soit par des fonds ayant une stratégie plus large d'investissement, notamment « global tech », comme dans le cas de Capital Group.

Le délai entre la prise de participation et l'opération d'entrée en bourse varie généralement entre six mois et trois ans. Ces fonds interviennent lorsque l'introduction en bourse est clairement la voie choisie par l'entreprise et qu'ils anticipent un fort intérêt pour le titre. Ces investissements sont très répandus aux Etats-Unis, moins en Europe où ils sont plus ponctuels. Par exemple, Fidelity, l'un des premiers gestionnaires d'actifs au monde en termes d'actifs sous gestion, a été un investisseur pré-IPO de Facebook, Snap, Spotify et Uber, aujourd'hui cotées, et est au capital d'Airbnb qui devrait être introduite en bourse cette année.

...en raison d'une « gestation » de plus en plus longue

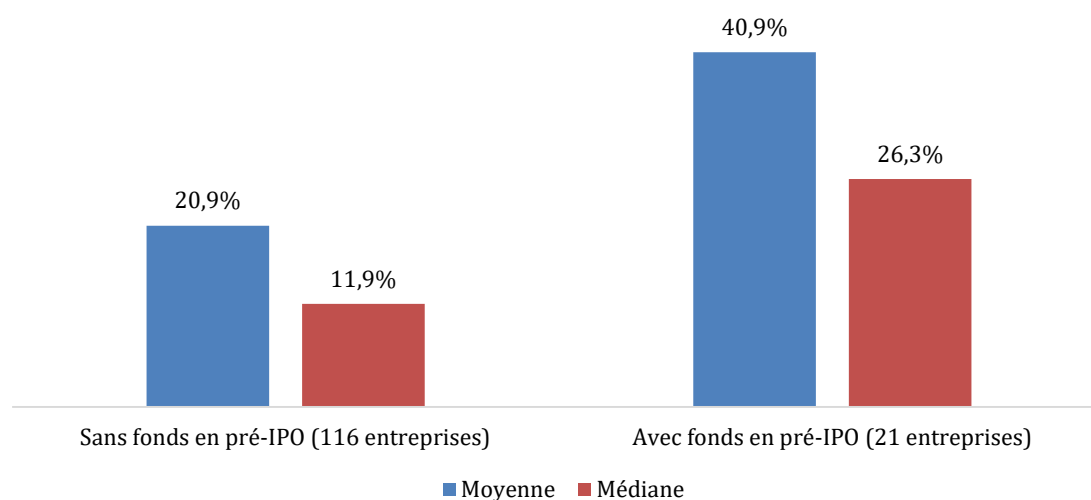
Ces stratégies intéressent les grands gestionnaires d'actifs en actions cotées car les fonds de capital-innovation préemptent de plus en plus la valeur future des firmes qu'ils financent. Facebook a été ainsi introduite à une valeur de 100 Md\$⁹⁹. Les entreprises à succès s'introduisent en bourse de plus en plus tardivement : l'âge moyen d'introduction des entreprises américaines soutenues par des fonds de capital-innovation est passé de quatre ans et demi sur la période 1990-2001 à six ans et demi sur la période 2002-2017¹⁰⁰. Elles rentrent en bourse à des stades de maturité plus tardifs. Ainsi, les fonds intervenant en pré-IPO cherchent à capter la valeur auparavant disponible sur le marché. Dans un contexte de taux bas, les gestionnaires d'actifs sont aussi incités à prendre plus de risque dans l'espoir de capturer les meilleurs rendements du non-coté.

La préparation à la gouvernance des marchés publics

La réalisation d'une plus-value n'est possible que si la performance du titre post-introduction est satisfaisante. Le rôle du fonds intervenant en pré-IPO est donc aussi celui d'accompagner des dirigeants en vue de l'entrée en bourse pour maximiser la valeur de l'entreprise lors de l'introduction. C'est la raison pour laquelle les investissements pré-IPO sont essentiellement réalisés par des gestionnaires d'actifs, experts de l'investissement sur les marchés, et non des fonds de capital-investissement. Etant donné l'âge plus tardif d'entrée en bourse, l'investissement pré-IPO peut également être vu comme un nouveau maillon dans la chaîne de financement d'une start-up, postérieur au *late stage*.

On constate que cet investissement est associé à de meilleures performances boursières. Une étude d'Atlas Venture, publiée en novembre 2014 a montré que sur 94 introductions d'entreprises du domaine de la santé entre 2013 et 2014, les 24 entreprises ayant reçu un financement pré-IPO avaient un multiple de valorisation médian supérieur de 128%¹⁰¹, au moment de la cotation, à celui d'entreprises n'ayant pas reçu un tel financement. Post-introduction, la surperformance des entreprises disposant à leur capital de gestionnaires d'actifs entrés en pré-IPO se vérifie également (voir graphique 3).

Graphique 3 : Performance après 1 an d'entreprises technologiques américaines introduites depuis début 2015, avec et sans la présence de fonds intervenant en pré-IPO à leur capital



Source : Wellington Management, « Tapping into a new opportunity: the late-stage pre-IPO market » (septembre 2018). Chiffres au 31 mars 2018.

⁹⁹ A comparer à Microsoft et Amazon introduites à des valeurs inférieures à 1 Md\$.

¹⁰⁰ Source : National Venture Capital Association.

¹⁰¹ Encore 80% après retraitement du capital levé en pré-IPO.

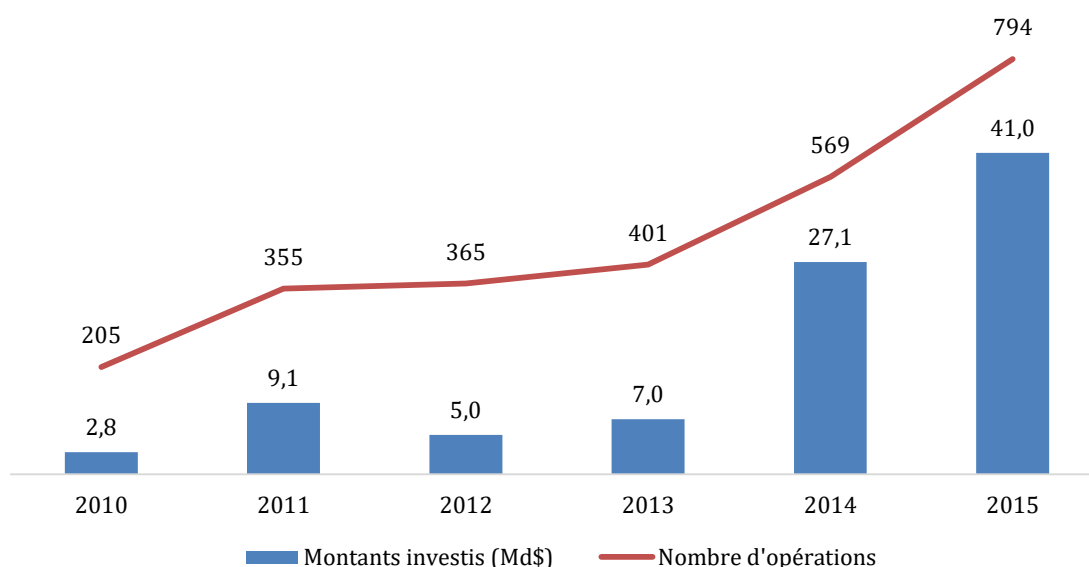
Cette meilleure performance peut s'expliquer par quatre raisons :

- ◆ Un effet de sélection: seuls les meilleurs dossiers intéressent les fonds de pré-IPO ;
- ◆ Les gestionnaires intervenant en pré-IPO prennent généralement une partie des titres proposés lors de l'introduction et jouent ainsi le rôle d'investisseur pilier ;
- ◆ La présence de fonds en pré-IPO est un effet-signal, attestant de la crédibilité de l'entreprise en question ;
- ◆ Les fonds en pré-IPO se chargent d'un travail "d'évangélisation" auprès de leur réseau d'investisseurs, voire auprès des autres branches de leur groupe.

2.2.2.3.2. Le marché du pré-IPO est dominé par les gestionnaires d'actifs anglo-saxons et délaissé par les gérants français

L'essor des investissements de gestionnaires d'actifs en pré-IPO remonte au début des années 2010. Leur activité a depuis connu une croissance exponentielle (voir graphique 4).

Graphique 4 : Montants investis par les gestionnaires d'actifs en pré-IPO dans des entreprises technologiques et nombre d'opérations auxquelles ils ont participé dans le monde



Source : CB Insights.

Selon CB Insights, les cinq gestionnaires les plus actifs en pré-IPO dans le monde sont Hartford Funds, Fidelity Investments, Blackrock, Wellington Management et T. Rowe Price, soit quatre des plus importants gestionnaires d'actifs mondiaux. Plus largement, parmi les 20 gestionnaires d'actifs ayant le plus d'actifs sous gestion dans le monde, 9 investissent en pré-IPO (voir tableau 6). Parmi eux, on ne retrouve aucun français.

Tableau 6 : Gestionnaires d'actifs intervenant en pré-IPO parmi le top 20 mondial par actifs gérés

Gestionnaire d'actifs	Pays	Actifs sous gestion au 31-déc-18 (Md€)	Activité pré-IPO
1. BlackRock	E-U	5 251	✓
2. Vanguard Asset Management	E-U	4 257	✓
3. State Street Global Advisors	E-U	2 197	✗
4. Fidelity Investments	E-U	2 097	✓
5. BNY Mellon Investment Management	E-U	1 498	✓
6. J.P. Morgan Asset Management	E-U	1 486	✓
7. Capital Group	E-U	1 467	✓
8. PIMCO	E-U / All.	1 452	✗
9. Amundi	France	1 425	✗
10. PGIM	E-U	1 205	✗
11. Goldman Sachs AM International	E-U	1 165	✓
12. Legal & General Investment Management	R-U	1 131	✗
13. Wellington Management International	E-U	878	✓
14. T. Rowe Price	E-U	842	✓
15. Nuveen	E-U	813	✗
16. Natixis Investment Managers	France	808	✗
17. Invesco	E-U / R-U	777	✗
18. Northern Trust Asset Management	E-U	774	✗
19. AXA Investment Managers	France	730	✗
20. Sumitomo Mitsui Trust Asset Management	Japon	696	✗

Source : Publication des entreprises ; IPE ; Forbes ; CB Insights.

La mission n'a pas connaissance de l'existence de grands fonds pré-IPO français à proprement parler. Sofinnova a levé au printemps 2018 un fonds dit « *crossover* » (souvent synonyme de pré-IPO car faisant le « lien » entre l'investissement privé et celui coté) d'un montant de 275 M€. Un capital qui devra être augmenté pour soutenir les introductions en bourse de licornes. Notons que contrairement à ce qui est observé aux Etats-Unis et en Suède, ce fonds est porté par un spécialiste du non coté qui remonte la chaîne de financement et non par un grand gestionnaire d'actifs qui la descend. Cela limite sa capacité d'influence dans la sphère du « coté ». L'initiative de Sofinnova est cependant utile. Elle crée un précédent et financera des sociétés ambitieuses. Nous recommandons aux grands gestionnaires d'actifs de la place de créer des fonds de ce type.

2.2.3. Faute de demande qualifiée en France, nos meilleures start-up font ainsi le choix de la cotation exclusive aux Etats-Unis

Les meilleures start-up ont en tout état de cause une forte incitation à procéder à une introduction en bourse aux Etats-Unis : le nombre et la diversité des investisseurs boursiers américains, la recommandation de leurs actionnaires existants, en particulier les investisseurs *late stage* qui sont de fait essentiellement des fonds de capital-innovation américains, et l'ampleur de leur activité aux Etats-Unis. Une cotation duale est en théorie possible mais l'absence d'investisseurs français spécialisés sur le secteur technologique est une bonne raison pour exclure totalement l'hypothèse d'une cotation à Paris. Le choix naturel est donc de s'introduire exclusivement sur les marchés américains, en particulier le NASDAQ, afin d'y trouver des gérants et analystes de recherche sophistiqués capables d'appréhender leur activité et de les valoriser en conséquence.

Depuis Dassault Systèmes en 1996, il n'y a eu aucune introduction en bourse sur le marché français d'entreprises technologiques dont la valorisation dépasse le milliard d'euros. Toutes ont fait le choix de la cotation¹⁰² aux Etats-Unis sur le modèle de Business Objects en 1994 : Criteo (2013), DBV Technologies (2014), Collectis (2015) ou encore Talend (2016). Les gestionnaires d'actifs français sont d'ailleurs très peu présents au capital de ces entreprises¹⁰³ : moins de 1% du capital de DBV Technologies et Collectis, près de 2% et 8% pour Criteo et Talend respectivement.

Même si la France parvient à faire émerger un bassin raisonnable d'investisseurs spécialisés, il est difficilement imaginable, au moins à court terme, qu'une entreprise technologique française ayant des fonds américains à son capital et une présence substantielle sur le marché américain décide de se coter uniquement en France. Le NASDAQ restera toujours une plateforme d'échanges très attractive, en raison de la diversité des investisseurs et des montants qu'ils investissent sur le secteur technologique. Pour ces entreprises, il faut ainsi viser la double cotation sur la bourse de Paris et le NASDAQ et, en ce sens, la faciliter le plus possible en réduisant les frictions réglementaires, en particulier s'agissant des exigences de communication financière.

La mission recommande alors de faciliter la double cotation entre la bourse de Paris et le NASDAQ en réduisant au maximum les frictions réglementaires. Il ne faut cependant se reposer uniquement sur la double cotation. La cotation au NASDAQ reste très sélective. Difficile d'apparaître sur le radar des investisseurs et analystes de recherche américains pour une entreprise technologique inactive aux Etats-Unis et valorisée à moins de deux ou trois milliards d'euros. Il reste ainsi clé de pouvoir offrir un marché boursier attractif, pour lui-même, en France. C'est une des leçons, paradoxales, du succès israélien.

2.3. L'exemple d'Israël démontre qu'un puissant écosystème de financement des start-up ne développe pas spontanément un écosystème boursier de bon niveau

Il illustre que les défaillances de marché, celles de l'offre et de la demande, sont **indépendantes** et donc qu'il convient de les combler chacune en profondeur.

2.3.1. La « start-up nation », un succès industriel soutenu par le capital-innovation

La qualité de l'écosystème start-up israélien est aujourd'hui reconnue dans le monde entier. Qualifié de « start-up nation », Israël est souvent cité comme un exemple à suivre¹⁰⁴. Quelques chiffres clés¹⁰⁵ pour illustrer le succès, initié par des politiques publiques¹⁰⁶, d'un pays de 9 millions d'habitants :

- ◆ 6,4 Md\$ (environ 5,6 Md€) levés par les start-up en 2018 (+120% vs. 2013) au cours de 623 opérations contre respectivement 3,6 Md€ et 645 opérations en France ;
- ◆ 100 levées supérieures à 20 M\$ en 2018 pour un montant total levé de 4,1 Md\$ (environ 3,6 Md€) contre respectivement 39 et 1,7 Md€ en France. 5 levées supérieures à 100 M\$ en 2018 (3 en France) ;

¹⁰² DBV Technologies et Collectis sont également cotées à Paris. Elles ont cependant fait le choix de la double cotation dès la première augmentation de capital conséquente : 104 M€ en 2014 pour DBV Technologies après s'être introduite sur Euronext en 2012 ; 194 M€ pour Collectis en 2015 après s'être introduite sur Euronext en 2007.

¹⁰³ Source : Thomson Reuters, chiffres au 24 avril 2019.

¹⁰⁴ Selon les termes popularisés par Dan Senor et Saul Singer dans leur livre « Start-up Nation: The Story of Israel's Economic Miracle », Hachette, 2009.

¹⁰⁵ Source : IVC et ZAG-S&W, « High-Tech Capital Raising Report » ; EY, « Baromètre du capital risque en France » ; CB Insights ; IVC et Meitar, « High-Tech Exit Report » ; NASDAQ.

¹⁰⁶ Sous l'égide du plan YOZMA, en 1993, Israël a invité les meilleurs fonds étrangers à résider dans le pays en abondant leurs investissements et en leur offrant un partage asymétrique des fruits du succès. Ce plan est à l'origine du succès israélien.

- ◆ 4 licornes : Infinidat, ironSource, Gett et OrCam Technologies ;
- ◆ 133 sorties pour un montant total de 23,7 Md\$ en 2017, respectivement 103 et 12,6 Md\$ en 2018 ;
- ◆ 95 entreprises israéliennes cotées au NASDAQ (13 françaises¹⁰⁷). C'est le deuxième pays étranger le plus représenté après la Chine.

2.3.2. Néanmoins, on n'observe pas de contagion spontanée de la culture de la technologie vers les investisseurs institutionnels domestiques

2.3.2.1. Un capital-innovation essentiellement financé par des investisseurs étrangers

Lors de son déplacement en Israël, la mission a pu constater que l'écosystème start-up local n'était pas ou très peu financé par les investisseurs institutionnels domestiques. Le secteur technologique étant devenu un pan essentiel de l'économie israélienne (8% de la population active, 9% du PIB et 40% des exportations¹⁰⁸), l'absence des circuits de financement locaux peut paraître étonnant. Ce constat est d'autant plus surprenant qu'Israël dispose d'une puissante épargne financière, notamment du fait d'un régime de retraite par capitalisation. Les investisseurs institutionnels géraient 465 Md€ à fin novembre 2018 dont près de 40% pour les fonds de pension¹⁰⁹.

Les fonds de capital-innovation rencontrés par la mission ont ainsi indiqué avoir été financés à près de 90% par des investisseurs institutionnels étrangers¹¹⁰. A fin novembre 2018, seulement 9,1% des actifs gérés par les investisseurs institutionnels israéliens (fonds de pension, assureurs, fonds mutuels, etc.) étaient investis en actions cotées domestiques et 0,2% en actions non-cotées avec une faible disparité entre les acteurs financiers¹¹¹. Nos interlocuteurs ont surtout fait part de l'absence de compétences chez les investisseurs institutionnels pour investir dans le secteur technologique. Une anomalie peut-être due aux restrictions concernant les frais de gestion payés à des gestionnaires d'actifs externes.

2.3.2.2. La bourse de Tel-Aviv est ignorée par les firmes technologiques

Par ailleurs, une fois arrivé au stade de maturité adéquat, les start-up font le choix de se coter essentiellement sur le NASDAQ : 95 entreprises israéliennes sont cotées sur la plateforme américaine. Surtout, avant même d'atteindre ce stade de maturité, bon nombre de start-up sont vendues à des grands groupes, essentiellement américains. Selon les officiels israéliens, cela est sous-optimal en termes de richesses produites sur le territoire. Israël compte ainsi près de 300 centres de R&D de multinationales étrangères¹¹², par implantation *ex nihilo* ou suite à des acquisitions. Un élément de vivacité de l'écosystème, mais aussi un prélèvement important sur les contingents d'ingénieurs israéliens, jugé par certains de nos interlocuteurs comme préjudiciable au développement des firmes israéliennes.

¹⁰⁷ Avadel Pharmaceuticals, Collectis, Criteo, DBV Technologies, EDAP TMS, Erytech Pharma, Genfit, Orange, Sanofi, Schlumberger, Sequans Communications, Talend et Total. Source : NASDAQ.

¹⁰⁸ Source : Ministère des Finances israélien.

¹⁰⁹ Source : Bank of Israel, « Asset portfolio of institutional investors ».

¹¹⁰ Un chiffre repris par les médias, lire : CNBC, « Israel is getting serious about opening up the high-tech market to domestic investors » (11 juillet 2017).

¹¹¹ Source : Bank of Israel, « Asset portfolio of institutional investors ».

¹¹² Source : Israel Innovation Authority, « Annual Report 2018 ».

Un constat superficiellement masqué par les doubles cotations

Une des réponses apportées par le Gouvernement israélien est de favoriser les doubles cotations. L'objectif est que les entreprises cotées sur un des marchés étrangers sélectionnés¹¹³, dont le NASDAQ, puissent, de manière quasi automatique, se coter aussi sur le Tel Aviv Stock Exchange (TASE). Pour cela, il n'y a strictement aucune exigence supplémentaire, en particulier en matière de communication financière. Les exigences des marchés étrangers sont reconnues comme « équivalentes » par le marché israélien.

Il y a ainsi 61 entreprises cotées sur le NASDAQ parmi les 452 cotées sur le TASE, soit près de la moitié du compartiment technologique. Elles représentent 40% de capitalisation boursière du marché ainsi que 35% du volume d'échanges. Elles sont incluses dans les indices. Leur importance pousse les investisseurs institutionnels à s'y intéresser et donc à développer des compétences. **Cette initiative est utile mais elle n'aura aucun effet tangible si les investisseurs israéliens n'augmentent pas leur exposition aux valeurs technologiques.**

¹¹³ Hong Kong Stock Exchange, London Stock Exchange, NASDAQ, New York Stock Exchange, Singapour Exchange, Toronto Stock Exchange.

3. Une seule recommandation stratégique : transformer l'investissement dans le secteur technologique grâce à de plus nombreux fonds *late stage* et « global tech », pour 20 Md€

3.1. Bâtir un récit idéologique et culturel autour de l'investissement dans le secteur technologique comme « ardente obligation », pour gagner la bataille des idées

Le sous-investissement technologique résulte d'une somme d'habitudes, encouragées par des normes prudentielles qui ignorent la fonction stratégique des classes d'actif risquées sur le long terme. On ne peut préparer l'avenir industriel d'une nation avec la proposition de produits financiers dont la valeur est systématiquement garantie¹¹⁴. Il est donc important de rappeler inlassablement les leçons de l'histoire politique et de la théorie économique à un peuple français enclin à considérer que la marche de l'histoire s'est arrêtée et que les hiérarchies de niveaux de vie entre pays demeureront figées (voir 1.).

Nous recommandons donc d'exprimer et d'illustrer une forte volonté politique pour faire du développement et du financement des entreprises technologiques françaises une « ardente obligation ». C'est ainsi prolonger la volonté de faire de la France une « *start-up nation* ». Il faut promouvoir la French Tech comme un grand thème d'investissement au même titre que l'investissement socialement responsable (ISR) ou l'investissement solidaire. Cette étape est essentielle afin de mobiliser les acteurs de l'écosystème financier autour de cette grande cause.

Enfin, il est important de préciser que l'investissement dans le secteur technologique ne relève pas d'une action de charité au service d'une politique publique. **Nous souhaitons réparer une défaillance de marché par des mécanismes de marché.** Cet investissement peut offrir aux investisseurs des perspectives de retours financiers intéressantes au vu des performances passées (voir tableau 5), sans que celles-ci ne présagent évidemment des performances futures. C'est aussi la leçon de l'histoire, sur le long terme. Imagine-t-on un rendement d'un portefeuille d'actions bâti en 1950 en ignorant les secteurs de l'automobile, de la santé ou de l'aéronautique ?

3.2. Pour augmenter le nombre et la qualité des introductions en bourse, un impératif stratégique et une ambition : 10 fonds de capital-innovation gérant plus d'un milliard d'euros

3.2.1. Conduire au marché des firmes de haut potentiel

Afin de présenter au marché des entreprises technologiques attractives, il est impératif de faire émerger une véritable offre française de fonds de *late stage* ayant la capacité de financer des grandes opérations. Ces fonds accompagneront les pépites françaises plus longtemps, jusqu'à l'introduction en bourse.

Ils doivent être capables de participer à des levées supérieures à 100 M€, qui sont la norme pour les licornes avant leur introduction en bourse (voir 2.1.1.3.). Ces levées sont en effet généralement associées à une valorisation d'entreprise entre 500 M€ et 1 Md€, qui correspond à la taille critique minimum pour susciter l'intérêt des investisseurs sur les marchés. **Pour cela, les fonds doivent au moins gérer un milliard d'euros. L'ambition est d'en compter 10 en France afin d'être en capacité de financer le flux émergent des meilleures firmes actuellement financées en séries A et B** (voir graphique 2).

¹¹⁴ Le patrimoine financier des ménages français est placé à 62% sur de tels produits (assurance-vie en fonds euros et dépôts bancaires, incluant les produits d'épargne réglementée dont le livret A, PEL, etc.). Source : Banque de France, « Rapport de l'Observatoire de l'épargne réglementée 2017 ». Chiffres à fin 2017.

3.2.2. Mobiliser les investisseurs français au profit des fonds late stage

Pendant longtemps, la question des fonds *late stage* résidant en France était incongrue. Faute d'équipes locales, il fallait se résoudre à voir nos meilleures start-up massivement recapitalisées par des fonds anglo-saxons. Cette période est révolue. Des équipes françaises sont aujourd'hui crédibles. Le Gouvernement souhaite aussi inviter les meilleurs fonds étrangers à résider en France. En réalité, la question clé est la localisation des équipes, en raison des fertilisations croisées propres aux grands hubs technologiques.

Pour atteindre nos objectifs, il faut développer des moyens puissants :

- ◆ Pour ce qui concerne le secteur privé, qui concentre l'essentiel des capitaux disponibles, inciter les investisseurs institutionnels français, en particulier les compagnies d'assurance, à investir dans cette classe d'actifs qui diffère de l'*early stage* ou de l'amorçage. En direct, dans des fonds *late stage* de leur choix, ou bien au sein de fonds de fonds structurés par la place. En tout état de cause, Bpifrance ou un autre opérateur pourrait utilement améliorer la connaissance de ce segment des investisseurs français, notamment par des actions de formation. Un « accélérateur LP » pourrait être lancé, sur le modèle de l'« accélérateur GP » dédié aux sociétés de gestion ;
- ◆ Poursuivre le soutien de l'Etat, par l'intermédiaire de Bpifrance, pour inciter au lancement de fonds *late stage* par des équipes de gestion et participer, en fonds de fonds, à leur levée tout en exerçant un effet de levier sur le privé. Dans le cadre du troisième volet du Programme d'investissements d'avenir (PIA), le Fonds de fonds multicap croissance (FFMC2), géré par Bpifrance, a été re-doté de 400 M€ en 2018. Ce montant pourrait être augmenté de l'ordre de 200 M€ à partir de la poche restante « grands défis » du PIA3 ;
- ◆ Assouplir les conditions d'investissement en France et dans des fonds multi-investisseurs du Fonds de réserve de retraite (FRR) et de l'Établissement de retraite additionnelle de la fonction publique (ERAFP) afin que ceux-ci participent aux levées de fonds *late stage* au lieu d'attribuer des mandats avec des conditions très spécifiques desquels les sociétés de gestion se désintéressent. Les fonds *late stage* sont par nature multi-investisseurs, comme tous les fonds de capital-investissement. Les mandats pour cette classe d'actifs ne sont pas une pratique de marché commune. De plus, leur couverture est forcément plus large que la France étant donné le vivier d'entreprises cibles.

3.2.3. Mobiliser la diplomatie économique

En 2018, près de la moitié des capitaux levés par l'ensemble des fonds de capital-investissement français l'ont été auprès d'investisseurs institutionnels étrangers (fonds souverains, fonds de pension, etc.), soit près de 9 Md€. Ce chiffre est en forte progression : 48% en 2018 vs. 39% en moyenne annuelle entre 2008 et 2017¹¹⁵. Néanmoins, les investisseurs étrangers concentrent leurs investissements sur les segments du capital-transmission et du capital-développement. Il convient également de les mobiliser sur le capital-innovation.

Pour ce faire, un effort d'attractivité doit être mené spécifiquement auprès d'eux afin qu'ils participent aux levées des fonds français de capital-innovation. Plusieurs actions pourraient être mises en œuvre, de portées différentes :

- ◆ Intégrer, au même titre que la signature de contrats industriels, cet objectif dans les déplacements à l'étranger de membres du Gouvernement ;
- ◆ Organiser des événements ponctuels à l'étranger et en France, sur le modèle du Scale-up Tour organisé en décembre 2018, et de déplacements à l'étranger ;
- ◆ Développer des outils plus systématiques de promotion pour faire mieux connaître les progrès et les acteurs de l'écosystème français.

¹¹⁵ Source : France Invest, « Activité des acteurs français du capital-investissement en 2018 » (mars 2019).

Cette mission d'attractivité pourrait être plus formellement confiée à Bpifrance, étant donné sa connaissance du marché français du capital-innovation, même si elle mène d'ores et déjà des actions en ce sens. Par ailleurs, Bpifrance pourrait utiliser CDC IC, intégré à la banque publique en janvier 2019, comme plateforme pour mobiliser plus systématiquement les fonds souverains étrangers sur cette thématique, comme cela a déjà été réalisé avec Mubadala¹¹⁶.

3.3. Accroître considérablement la demande de titres d'entreprises technologiques par le lancement de fonds « global tech » gérés en France, pour 10 Md€

Le marché financier est avant tout la rencontre entre une demande et une offre de titres. Acceptons l'augure que l'offre de titres d'entreprises technologiques sera au bon niveau grâce aux efforts passés et à nos recommandations de renforcer le financement des start-up en *late stage*. Il reste alors à augmenter la demande française de titres pour assurer une cotation à Paris. Disposer d'actionnaires en France est une condition nécessaire pour décider d'une cotation sur le marché français. **La bourse de Paris pourrait en ce sens devenir le fameux « NASDAQ européen » souvent présenté comme une solution au problème technologique de notre continent. En effet, des firmes européennes pourraient choisir la cotation en France, attirées par l'existence d'un actionnariat qui sait comprendre et valoriser leur activité.** La création d'une bourse ne précède pas l'existence d'un marché. Elle en est une conséquence immédiate, *a fortiori* dans le contexte dérégulé post MIFID¹¹⁷.

Nous avons établi que les investisseurs institutionnels français, en dépit de leur surface financière, sont largement sous-exposés au secteur technologique. Les grands gestionnaires d'actifs français ne gèrent alors pas de fonds spécialisés sur ce secteur, vecteurs discriminants car dotés d'une masse critique de spécialistes compétents. La France n'offre ainsi pas, en l'état, une base suffisante d'actionnaires aux entreprises technologiques faisant le choix de la cotation pour continuer leur développement.

En conséquence, la principale recommandation de la mission est d'inciter à l'émergence de fonds « global tech » gérés en France, pour 10 Md€.

3.3.1. Inciter à l'émergence de fonds « global tech » gérés en France

3.3.1.1. Des fonds investis dans des firmes du monde entier, cotées ou en phase de financement pré-IPO

« Global » car ces fonds devront nécessairement investir dans des entreprises technologiques cotées dans le monde entier. En technologie, le champ concurrentiel est mondial. On ne peut légitimement évaluer une entreprise technologique française sans être exposé à ses concurrents américains, chinois, japonais, israéliens ou sud-coréens dans les secteurs de l'intelligence artificielle, de la robotique, des véhicules autonomes et des batteries, de l'espace, de la biotechnologie, etc. A l'image du non coté où les investisseurs ont comparé Deezer et Spotify, Dailymotion et Youtube, ou encore OVH et AWS, le service de cloud d'Amazon. Par ailleurs, se limiter à la France serait une mauvaise idée au vu de la taille des entreprises technologiques françaises cotées (voir 2.1.2.2.). Une bulle gonflerait sans raison la valeur du secteur.

¹¹⁶ Les 10 plus gros fonds souverains dans le monde gèrent déjà près de 5 600 Md\$. Source : Sovereign Wealth Fund Institute (SWFI).

¹¹⁷ Le secteur des entreprises de marché est ouvert à la concurrence. L'existence d'un marché attirera les infrastructures.

Eu égard à l'offre française actuelle de titres, ces fonds seront initialement plus exposés à des entreprises étrangères. Cependant, ces investissements internationaux permettront aux gérants, installés en France, de développer des compétences. Ceci est une condition nécessaire pour être ensuite en mesure d'investir valablement dans les sociétés françaises qui arriveront à la cotation dans les prochaines années (voir tableau 1). Cela rééquilibrera à terme le portefeuille pour assurer aux valeurs françaises une pondération efficace pour notre économie, encore favorisée par le « biais d'investissement domestique »¹¹⁸.

3.3.1.2. Limiter le pouvoir mimétique des benchmarks, pour développer des compétences

Ces fonds n'auront pas vocation à répliquer le portefeuille de marché du secteur technologique avec une importante exposition aux GAFA¹¹⁹ et Microsoft, insusceptible de développer les compétences spécialisées dont notre écosystème a besoin. L'investissement dans ces géants sera donc plafonné. Les fonds pourraient également décider de limiter leurs investissements dans les entreprises dont la capitalisation boursière est inférieure à 10 Md€, au moment de l'investissement.

3.3.1.3. Taille des fonds : au moins un milliard pour peser et attirer les meilleurs

L'enjeu pour la mise en œuvre de cette recommandation stratégique est double : trouver l'argent mais aussi les compétences, c'est-à-dire les gérants de portefeuille. Comme indiqué dans le tableau 5, pour faire partie du top 30 mondial des fonds « global tech », il faut gérer au moins un milliard d'euros. C'est la taille qui permet d'influencer l'écosystème et donc, en particulier, de pouvoir jouer le rôle d'investisseur pilier dans des introductions en bourse d'au moins plusieurs centaines de millions d'euros (ce que la France doit viser), ou plus simplement d'obtenir une allocation, notamment dans des opérations à l'étranger.

C'est également la taille qui assure un montant de commissions (en général de l'ordre de 0,5-0,8% par an du montant géré) permettant aux gestionnaires de recruter une équipe de gérants spécialisés et dédiés à ce fonds, de l'ordre de 5 à 10 personnes¹²⁰. En somme, **si la France veut disposer d'une base solide d'actionnaires dans le secteur technologique à la fois au niveau français et mondial, il faut viser le lancement de cinq à dix fonds « global tech », soit 10 Md€ investis et 50 à 100 personnes recrutées.** C'est beaucoup quand on rapporte ce montant aux 9 Md€ des fonds d'assurance-vie déjà investis dans le secteur technologique mais à travers des portefeuilles plus diversifiés (voir tableau 3). C'est cependant très peu au regard des 2 000 Md€ collectés par ces fonds ou des 4 000 Md€ d'actifs gérés par les gestionnaires d'actifs français.

¹¹⁸ Le « *equity home bias puzzle* », phénomène selon lequel les investisseurs surpondèrent dans un portefeuille international les firmes basées dans leur pays de résidence.

¹¹⁹ Google, Apple, Facebook et Amazon.

¹²⁰ D'après les échanges de la mission avec des grands gestionnaires d'actifs français et étrangers.

3.3.2. Rassembler autour d'initiatives structurantes

3.3.2.1. Valoriser les initiatives existantes d'un écosystème en mouvement

La première recommandation, *a priori* la plus évidente, consiste à valoriser les initiatives d'ores et déjà menées par certains acteurs privés. Ainsi, la mission s'est réjouie du recrutement par Natixis Investment Managers de trois gérants de fonds thématiques de Pictet en novembre 2018, notamment du co-gérant du fonds « Pictet Digital » faisant partie du top 10 mondial des fonds « global tech » (voir tableau 5). Natixis IM lancera des fonds thématiques, notamment dédiés au secteur technologique. Initialement financés par la compagnie d'assurance et le gestionnaire d'actifs du groupe Natixis, les fonds devraient ensuite être distribués auprès du réseau mondial de Natixis IM. Ce mouvement stratégique devrait inspirer les autres gestionnaires d'actifs français.

Par ailleurs, CPR Asset Management, la filiale d'Amundi spécialisée dans l'investissement thématique, a lancé en décembre 2016 un fonds « Global Disruptive Opportunities ». Il investit dans quatre domaines de disruption dont la technologie qui représente 25% des actifs. Il est distribué uniquement auprès de particuliers. Sa taille est aujourd'hui d'1,3 Md€, essentiellement grâce à de la collecte auprès de clients de banque privée en Italie, Allemagne et Pays-Bas.

Ces initiatives pourraient être valorisées par un soutien politique, qui pourrait prendre la forme d'un événement organisé par le Ministère de l'Economie et des Finances sur le thème de l'investissement dans le secteur technologique. Il serait l'occasion de lancer une initiative plus large, dénommée « French Tech Investissement », avec une communication dédiée et dont le label pour les fonds ouverts à destination des particuliers serait une déclinaison (voir 3.3.2.4.3.).

Enfin, dans la même démarche idéologique de soutien à l'émergence de leaders technologiques, il convient de mettre en lumière les succès entrepreneuriaux français, notamment boursiers à venir. Le lancement prochain par le Gouvernement d'un « Next40 », CAC40 des start-up, va ainsi pleinement dans ce sens.

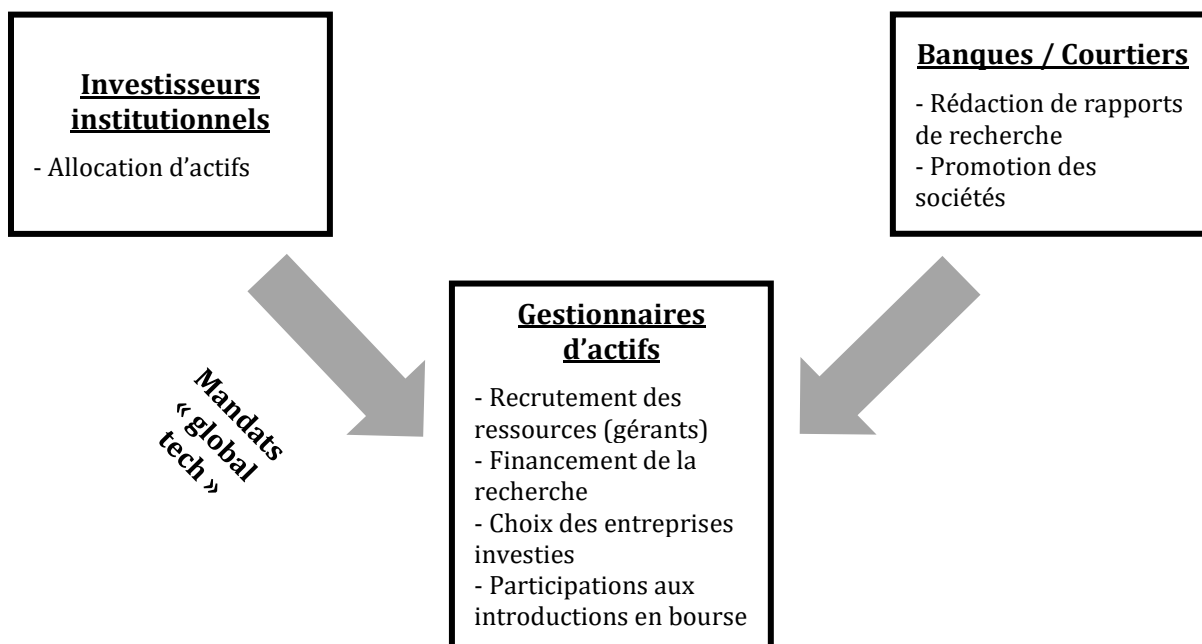
3.3.2.2. Lancer des appels d'offres de fonds institutionnels « global tech »

Les dix milliards d'euros que la mission recommande de collecter pourront l'être sous deux formes : mandats institutionnels et distribution aux particuliers.

Dans un premier temps, la mission recommande que l'Etat coordonne le lancement d'appels d'offres à destination de gestionnaires d'actifs spécialisés en technologie. Un opérateur compétent mobilisera et accompagnera les investisseurs institutionnels français désireux d'allouer des capitaux à des fonds de place. **Bien entendu, ces investisseurs sont aussi très à donner des mandats à des gestionnaires d'actifs de leur choix, s'ils en expriment la volonté stratégique.**

Dans tous les cas, il s'agit de confier des mandats « global tech » à des équipes de gestion significativement basées en France. Ces mandats institutionnels, en général d'une durée de cinq ans, permettront de créer en France un écosystème complet de l'investissement dans les entreprises technologiques cotées. Grâce à la visibilité de commissions perçues sur plusieurs années, ils auront les moyens de recruter des gérants spécialisés sur le secteur technologique et ainsi de développer des compétences sur le territoire national, nécessaires ensuite pour participer aux introductions en bourse d'entreprises françaises.

Ces revenus pourront aussi permettre de financer la recherche produite par les courtiers / banques de marché pour le suivi de ces entreprises (voir schéma ci-dessous). Cet écosystème assurera non seulement le bon financement sur le marché d'entreprises technologiques françaises mais sera également un élément majeur d'attractivité de la place financière de Paris pour inciter d'autres entreprises européennes à venir se coter sur le marché français.



Les appels d'offre pourraient notamment comprendre les éléments suivants :

- ◆ Stratégie d'investissement : thématiques technologiques, part de non-coté pour faire des investissements pré-IPO ;
- ◆ Critères de sélection : équipe pour partie en France, performances historiques des gérants ;
- ◆ Structure pour l'équipe : société de gestion dédiée, rattachée ou non à un grand gestionnaire, recrutement direct de l'équipe par un gestionnaire d'actifs.

3.3.2.3. Des investisseurs du privé et de la sphère publique

Par investisseurs institutionnels, il est en particulier fait référence aux compagnies d'assurance-vie, aux mutuelles ou encore aux caisses de prévoyance. L'Etat doit également montrer l'exemple en incitant à la mobilisation des actifs de la sphère publique : ceux du fonds d'épargne de la Caisse des dépôts et consignations (CDC), du Fonds de réserve pour les retraites (FRR), de l'Établissement de retraite additionnelle de la fonction publique (ERAFP) et du fonds de démantèlement des centrales nucléaires d'EDF. En outre, s'agissant d'investissement dans des entreprises technologiques cotées dans la continuité de l'action du capital-innovation, l'Etat pourrait mobiliser le Programme d'investissements d'avenir (PIA) pour investir dans des fonds « global tech » au même titre qu'il le fait aujourd'hui dans des fonds de fonds ou des fonds directs de capital-innovation gérés par Bpifrance.

Ainsi, en 2018, dans le cadre du troisième volet du PIA, l'Etat a souscrit à hauteur d'un milliard d'euros en fonds de fonds (Fonds de fonds multicap croissance et Fonds national d'amorçage) afin de soutenir le capital-innovation en France, en particulier pour faire émerger des fonds *late stage* s'agissant du Fonds de fonds multicap croissance. Un soutien comparable à des fonds « global tech » pourra ainsi être mis en œuvre avec la poche restante « grands défis », dédiée à l'investissement en fonds propres, du PIA3. Un investissement justifié par l'existence d'une défaillance de marché, en cohérence avec la doctrine du Secrétariat général pour l'investissement (SGPI) en charge des PIA.

3.3.2.4. Proposer des fonds pour les particuliers en s'inspirant du succès des fonds solidaires et des fonds labellisés ISR

3.3.2.4.1. Le levier des mandats institutionnels

Les mandats institutionnels donnent aux gestionnaires une sécurité financière qui leur permet de recruter des ressources. Dans un second temps, grâce à ces ressources et aux performances historiques, les gestionnaires pourront également augmenter les actifs sous gestion investis en « global tech » en lançant des fonds ouverts, destinés aux particuliers et gérés par les mêmes équipes.

Il existe en effet un véritable intérêt des particuliers pour l'investissement en actions dans le secteur technologique. D'après le sondage Odoxa-Linxea pour les Echos sur « le rapport des Français à la bourse et aux produits d'épargne » publié en mars 2019, pour les Français prêts à investir ou à investir davantage en bourse, « les secteurs porteurs comme les nouvelles technologies, les biotechs, etc. » sont le premier intérêt mentionné, par 47% d'entre eux.

3.3.2.4.2. S'inspirer du succès des fonds solidaires et ceux labellisés ISR, notamment auprès de l'épargne salariale

Afin de maximiser la collecte d'épargne via ce canal, la mission recommande de s'inspirer du succès des fonds labellisés « investissement socialement responsable » (ISR) et des fonds solidaires.

Pour ces derniers, au 31 décembre 2017¹²¹, ce sont plus de 2,4 millions de souscriptions à des produits d'épargne solidaire qui ont été réalisées par près d'un million d'épargnants pour un montant cumulé de 11,6 Md€. 64% de ce montant est issu de l'épargne salariale à travers les fonds communs de placement d'entreprise solidaires (FCPES) proposés via des plans d'épargne entreprise ou interentreprises, plans d'épargne pour la retraite collectifs, etc. ; 31% de la collecte par les réseaux bancaires (livrets, assurance-vie, etc.) ; et 5% de l'épargne collectée directement par les entreprises solidaires (actions non cotées essentiellement).

Au total, la part des organismes de placement collectif dans l'encours d'épargne solidaire est de 74%. Les montants collectés par l'épargne solidaire comprennent d'une part les placements d'épargne ayant reçu le label attribué par l'association Finansol (170 à fin 2017), label de référence créé en 1997 exigeant notamment qu'au moins 5% du montant collecté soit dédié à des activités solidaires. Ils incluent d'autre part l'encours des FCPES, qui doivent réglementairement investir entre 5 et 10% de leur portefeuille dans des entreprises solidaires ayant reçu l'agrément « entreprise solidaire d'utilité sociale » (ESUS) délivré par l'Etat.

Ces cinq dernières années, les produits d'épargne solidaire ont collecté entre 1,5 et 2 Md€ par an. Cette forte collecte via l'épargne salariale s'explique en particulier par l'obligation légale de présenter un FCPES pour les entreprises offrant un plan épargne retraite ou un plan épargne entreprise.

S'agissant des fonds labellisés ISR, ils sont au nombre de 184, gérés par 41 sociétés de gestion et leur encours représente 49 Md€¹²². Le label ISR a été lancé en 2016 par le Ministère de l'Economie et des Finances pour rendre plus visibles les produits d'investissement socialement responsables offerts aux particuliers (épargne salariale, assurance-vie, etc.). Il est attribué par des organismes tiers indépendants accrédités par le COFRAC, institution parapublique. Ces placements dans des actions ou produits de dette cotés visent à concilier performance économique et impact social et environnemental en finançant les entreprises qui contribuent au développement durable dans tous les secteurs d'activité.

¹²¹ Source (pour l'ensemble des données du paragraphe) : Finansol, « Zoom sur la finance solidaire 2018 ».

¹²² Chiffres à fin janvier 2018.

La loi PACTE a renforcé la visibilité des fonds solidaires et ISR en introduisant l'obligation pour tout nouveau contrat d'assurance-vie de faire référence à au moins une unité de compte relevant de l'ISR ou une autre de la transition écologique¹²³ ou solidaire (même critère que les FCPES) d'ici 2020 ; puis relevant de l'ISR, et une autre de la transition écologique ou solidaire d'ici 2022.

3.3.2.4.3. Une labellisation « French Tech Investissement »

En conséquence, pour les fonds technologiques, les trois canaux envisagés pour la distribution aux particuliers sont la distribution directe et l'assurance-vie avec des supports en unités de compte (UC) répliquant la stratégie des mandats institutionnels, ainsi que l'épargne salariale (plan d'épargne entreprise, plan d'épargne retraite collectif) via des fonds commun de placement d'entreprise (FCPE). Pour ces derniers, afin de toucher un public large, ils doivent offrir une diversification *ex-ante* et ne peuvent être investis en totalité dans le secteur technologique. Sur le modèle des fonds solidaires, des fonds « French Tech Investissement » pourront être offerts, et labellisés sur le modèle du label ISR accordé par l'Etat ou sur celui du label associatif Finansol pour les fonds solidaires, avec entre 10% (part du secteur technologique dans la capitalisation boursière de la zone euro¹²⁴) et 20% (part du secteur technologique dans la capitalisation boursière mondiale¹²⁵) investis dans des entreprises technologiques cotées.

Etant donnée la collecte des fonds solidaires, on peut estimer un encours à moyen terme (cinq à six ans) pour les fonds « French Tech Investissement » de l'ordre de 8 Md€¹²⁶, soit près d'1,2 Md€ pour les entreprises technologiques cotées. Ce compartiment sera confié aux équipes des fonds institutionnels « global tech ». En parallèle, les gestionnaires d'actifs pourraient distribuer des fonds répliquant exactement les mandats institutionnels sous forme d'UC ou en détention directe, par l'intermédiaire de banques privées et de cabinets de conseil en gestion de patrimoine (CGP), en France et à l'étranger. Ce canal pourrait permettre de collecter plusieurs centaines de millions d'euros¹²⁷.

Au total, il est envisageable de collecter à moyen terme de l'ordre de deux milliards d'euros auprès des particuliers pour l'investissement dans les entreprises technologiques cotées.

¹²³ Fonds labellisés « transition énergétique et écologique pour le climat » (TEEC).

¹²⁴ Source : MSCI European Economic and Monetary Union Index au 31 décembre 2018. 9% exactement.

¹²⁵ Source : MSCI World Index au 31 décembre 2018. 19% exactement.

¹²⁶ Hypothèse fondée sur une prévision de collecte annuelle un peu inférieure à celle des produits d'épargne solidaire ces dernières années (entre 1,5 et 2 Md€ par an).

¹²⁷ Le fonds Global « Global Disruptive Opportunities » géré par CPR Asset Management a collecté plus d'un milliard d'euros par ce canal depuis fin 2016 (voir 3.3.2.1.).

Annexe 1 : Liste des personnes rencontrées par la mission

1. Académiques

Philippe Aghion, Professeur au Collège de France

Patrick Artus, Chef économiste de Natixis

Francis Kramarz, Directeur du Centre de recherche en économie et statistique (CREST)

Philippe Martin, Directeur délégué du Conseil d'analyse économique

Jean Tirole, Président de l'Ecole d'économie de Toulouse

2. Allocataires d'actifs

Jean-Louis Charles, Directeur des investissements et du financement d'AG2R La Mondiale

Yves Chevalier, Membre du directoire du Fonds de réserve pour les retraites

Pascal Demurger, Directeur général de la MAIF

Patrice Dixneuf, Directeur général d'Aviva France

Renaud Dumora, Directeur général de BNP Paribas Cardif

Laurent Galzy, Directeur général de l'ERAFP

Xavier Girre, Directeur financier d'EDF

Olivier Hérel, Directeur général adjoint, gestion d'actifs de BNP Paribas Cardif

Henri Le Bihan, Directeur général adjoint de Crédit Agricole Assurances

Olivier Le Borgne, Directeur des placements et de l'actif-passif de Covéa

Jean-François Lequoy, Membre du comité de direction de Natixis en charge des activités d'assurance

Antoine Lissowski, Directeur général de CNP Assurances

Jacques de Peretti, Directeur général d'AXA France

Philippe Perret, Directeur général de Société Générale Assurances

André Renaudin, Directeur général d'AG2R La Mondiale

Olivier Rousseau, Membre du directoire du Fonds de réserve pour les retraites

Cyril Roux, Directeur financier de Groupama

Laurent Tollié, Directeur général investissements de Covéa

Pierre de Villeneuve, Président-directeur général de BNP Paribas Cardif

3. Associations professionnelles

Bruno Beauvois, Délégué général de la Société française des analystes financiers (SFAF)

Claire Boiget, Directrice des affaires juridiques de l'Association française des marchés financiers (Amafi)

Jean-François Boulrier, Président de l'Association française des investisseurs institutionnels

Arnaud de Bresson, Directeur général de Paris Europlace

Dominique Ceolin, Président de Middlenext
Jean-David Chamboredon, Co-président de France Digitale
Benoît de la Chapelle Bizot, Directeur général délégué de la Fédération bancaire française
Jean-Baptiste Danet, Président de CroissancePlus
Laure Delahousse, Directrice générale adjoint de l'Association française de gestion (AFG)
Emmanuel de Fournoux, Directeur des activités de marché de l'Amafi
Dominique Gaillard, Président de France Invest
Thierry Giami, Président de la SFAF
Stéphane Giordano, Président de l'Amafi
Kerstin Hermansson, Présidente de la Swedish Securities Dealers Association
Sylvie Malécot, Directrice de l'Association française des investisseurs institutionnels
Patrick Martin, Président délégué du Mouvement des entreprises de France (MEDEF)
Paul Perpère, Délégué général de France Invest
Yannick Petit, Président de l'Association française des listing sponsors (ALIST)
Eric Pinon, Président de l'AFG
Jean Rognetta, Président de PME Finance
Augustin de Romanet, Président de Paris Europlace
Bertrand de Saint Mars, Directeur général de l'Amafi
Bernard Spitz, Président de la Fédération française de l'assurance (FFA)
France Vassaux, Secrétaire générale de France Invest
Caroline Weber, Directrice générale de Middlenext

4. Autorités publiques

Moshe Barkat, Directeur général de l'autorité de régulation des marchés des capitaux, assurances et caisses d'épargne au Ministère des Finances israélien
Jean-Noël Barrot, Député de la 2^{ème} circonscription des Yvelines
Jean-Baptiste Bernard, Adjoint au chef de bureau FINENT1 à la Direction générale du Trésor
Per Bolund, Ministre suédois des marchés financiers et de la consommation
David Cvach, Ambassadeur de France en Suède
Jean-Christophe Donnellier, Ministre-conseiller pour les affaires économiques et chef du service économique régional pour le Royaume-Uni et l'Irlande
Sagi Dagan, Directeur de la division « growth » à l'Israel Innovation Authority
Eric Duédal, Ministre-conseiller pour les affaires économiques et chef du service économique régional pour les pays nordiques
Edouard Fernandez-Bollo, Secrétaire général de l'ACPR
Olivier Fliche, Directeur du pôle Fintech Innovation de l'ACPR
Anat Guetta, Directrice générale de l'Israel Securities Authority
Faïçal Hafied, Adjoint au chef de bureau POLSEC2 à la Direction générale du Trésor
Benoît de Juvigny, Secrétaire général de l'AMF

Roland Lescure, Député de la 1^{ère} circonscription des Français établis hors de France et président de la commission des affaires économiques de l'Assemblée nationale

Astrid Milsan, Secrétaire générale adjointe de l'AMF

Amélie de Montchalin, Député de la 6^{ème} circonscription de l'Essonne

Robert Ophèle, Président de l'AMF

Yann Pouëzat, Sous-directeur FINENT à la Direction générale du Trésor

Florence Priouret, Directrice de division, direction des émetteurs à l'AMF

Gérard Rameix, Conseiller maître à la Cour des comptes

Sébastien Raspiller, Chef du service du financement de l'économie à la Direction générale du Trésor

Romain Saudrais, Conseiller financier pour les pays nordiques

Avi Simhon, Conseiller économique du Premier ministre israélien

Itzik Shorty, Directeur secteur bourse de l'Israel Securities Authority

Pascal Werner, Directeur investissements en fonds propres du Secrétariat général pour l'investissement

5. Avocats

Yotam Azari, Avocat spécialisé sur les marchés financiers chez ZAG – SW

Alex Bafi, Avocat-associé financement et marchés de capitaux chez Clifford Chance

Adam Green, Avocat spécialisé sur les entreprises technologiques chez Mannheimer Swartling

Mor Limanovich, Avocat-associé secteur technologique chez ZAG – SW

Olivier Plessis, Avocat chez Clifford Chance

Nina Svensson, Avocate spécialisée sur les entreprises technologiques chez Mannheimer Swartling

6. Banques d'investissement

Eric Arnould, Responsable equity capital markets chez Natixis

Romain Attard, Responsable stock-market engineering chez Oddo BHF

Alice Aymé, Directeur corporate finance chez Gilbert Dupont

Anne Bellavoine, Directrice générale déléguée d'Invest Securities

Dominik Belloin, Directeur général de Kepler Corporate Finance

Benoît Bout, Managing director equity-linked et equity syndicate chez Crédit Agricole

Guillaume Cadiou, Président du directoire de Kepler Chevreux

Marie-Claire Capobianco, Directrice « croissance et entreprises » et membre du comité exécutif de BNP Paribas

Philippe Cassagnes, Responsable des solutions de marché primaire chez CM-CIC

Gabriel Cavazos, Managing director biotech chez Leerink Partners

David Chermont, Directeur général d'Inbound Capital

Adeline DeJaeghere, Managing director equity capital markets chez Bank of America Merrill Lynch

Igor Donnio, Managing director equity capital markets chez BNP Paribas
Charles-Henri Gaultier, Associé-gérant equity capital markets chez Lazard
Florence Gréau, Responsable structuring et execution global capital markets chez Société Générale
Antoine de Guillenchmidt, Managing director equity capital markets chez Goldman Sachs
Marie-Ange Guindon, Director equity capital markets chez Crédit Agricole
Jennifer Hartman, Associate investment banking chez BNP Paribas en Suède
Stanislas Jannet, Director equity capital markets chez Portzamparc
Sophie Javary, Responsable corporate finance EMEA chez BNP Paribas
Thomas de Kergommeaux, Executive director equity capital markets chez Goldman Sachs
Eric de Lacroix Vaubois, Associé-gérant equity advisory chez Rothschild & Co
Eric Le Boulch, Responsable des activités marchés de capitaux chez CM-CIC
Vincent Le Sann, Directeur général délégué de Portzamparc
Marc Lefèvre, Associé equity capital markets chez EY et ancien missionné
Christian Leroy, Responsable financements et coordination internationale chez BNP Paribas
Pascal Mathieu, Directeur général de Gilbert Dupont
Nathanaël Mauclair, Managing partner d'Aldebaran Global Advisors
Françoise Negroni, Managing director structuring equity capital markets chez Natixis
André Rhodin, Managing director growth et start-up chez BNP Paribas en Suède
Denis Samuel-Lajeunesse, Senior advisor de Kepler Corporate Finance
Franck Sebag, Associé chez EY en charge du département Fast Growing Companies & IPO pour l'Europe occidentale et le Maghreb
Jacob Spens, Managing director corporates et financial sponsors chez BNP Paribas en Suède
Cyril Temin, Executive director chez Degroof Petercam
Johan Tisell, Managing director equity capital markets chez SEB
Pierre-Emmanuel Vernay, Directeur général d'All Invest

7. Entreprises de marché

Ludovic Aigrot, Responsable des affaires européennes chez NASDAQ Nordic
Umerah Akram, Responsable du programme ELITE chez London Stock Exchange Group
Robert Barnes, Responsable marchés primaires et Directeur général de Turquoise chez London Stock Exchange Group
Stéphane Boujnah, Président directeur général d'Euronext
Adam Kostyál, Responsable des cotations européennes chez NASDAQ Nordic
Lior Navon, Directeur commercial du Tel Aviv Stock Exchange
Lauri Rosendahl, Directeur général de NASDAQ Nordic
Hani Shitrit-Bach, Directrice générale adjointe du Tel Aviv Stock Exchange

8. Entreprises technologiques

Elsy Boglioli Hofman, Directrice de la stratégie et des opérations de Collectis

Peter Carlsson, Directeur général de Northvolt

Christophe Carniel, Directeur général de Vogo

Paolo Cerruti, Directeur des opérations de Northvolt

André Choulika, Président directeur général de Collectis

Pascal Daloz, Directeur financier de Dassault Systèmes

Raphaël Gorgé, Président exécutif de Prodways

Frank Lebouchard, Directeur général de Devialet

Stanislas Niox-Château, Directeur général de Doctolib

Wilfrid Poisnel, Directeur financier de Devialet

David Schilansky, Directeur général délégué de DBV Technologies

Mikael Wintzell, Ancien responsable commercial de Klarna

9. Fonds de capital-investissement

Dan Aks, Managing Partner d'IBI Tech Fund

Christophe Bavière, Managing partner d'Idinvest Partners

Jean-Michel Beghin, Managing partner de Keensight Capital

Elina Berrebi, Managing partner de Gaia

Fredrik Cassel, Managing partner de Creandum

Jérôme Chevalier, Managing partner de Quadrille Capital

Julien Creuzé, Directeur d'investissement de BlackFin Capital Partners

Nissim Darvish, Managing director d'Orbimed

Boaz Dinte, Managing partner de Qumra

Antoine Dresch, Managing partner de Korelya Capital

Mailys Ferrère, Directrice du fonds Large Venture de Bpifrance

Marc Fournier, Managing partner de Serena Capital

Paul-François Fournier, Directeur innovation de Bpifrance

Benoist Grossmann, Managing partner d'Idinvest Partners

Isaac Hilel, Managing partner de Pitango

Bartosz Jakubowski, investisseur chez EQT Ventures

Xavier Lazarus, Managing partner d'Elaia Partners

Dor Lee-Lo, Managing partner d'IBI Tech Fund

Pierre-Eric Leibovici, Managing partner de Daphni

Christian Lucas, Managing director chez Silver Lake Partners

Denis Lucquin, Managing partner de Sofinnova Partners

Olivier Millet, Membre du directoire d'Eurazeo

Paul Mizrahi, Managing partner de BlackFin Capital Partners
Cédric Moreau, Partner et responsable du fonds crossover de Sofinnova Partners
Antoine Papiernik, Managing partner de Sofinnova Partners
François Robinet, Managing direction d'AXA Venture Partners
Rafaële Tordjman, Managing partner de Jeito
François Véron, Managing partner de Newfund
Dominique Vidal, Partner chez Index Ventures
Hjalmar Winbladh, Partner et responsable d'EQT Ventures chez EQT Partners

10. Gestionnaires d'actifs

Rikard Andersson, Responsable Equities chez SEB Investment Management
Carl Armfelt, Portfolio manager technology chez Swedbank Robur
Antoine Badel, Partner et senior analyst chez Alken Asset Management
Valérie Baudson, Directrice générale de CPR Asset Management, membre du comité exécutif d'Amundi
Magnus Billing, Directeur général d'Alecta
Christophe Bourdillon, Directeur général de CDC Entreprises Valeurs Moyennes
Jean-François Cirelli, Président de la filiale française de BlackRock
Pierre-Henri Flamand, Responsable des investissements de Man GLG
Jeremy Gleeson, Portfolio manager technology chez AXA Investment Managers
Jean-Pierre Grimaud, Directeur général d'OFI Groupe
Sébastien Lalevée, Directeur général de la Financière Arbevel
Vincent Lanne, Directeur de la transformation chez Natixis Investment Managers
Pauline Llandric, Portfolio manager technology chez AXA Investment Managers
Eric Lombard, Directeur général de la Caisse des dépôts et consignations (CDC)
Olivier Mareuse, Directeur des fonds d'épargne de la CDC
Jean Raby, Responsable de l'activité gestion d'actifs de Natixis
Vincent Remy, Directeur général de Viel & Cie
Gautier Rousseau, Portfolio manager capital markets chez Norges Bank Investment Management
Julien Rossi, Analyste equity technology chez Marshall Wace
Florian Suraud, Portfolio manager chez Segantii Capital Management
Per Trygg, Responsable nordic equities chez SEB Investment Management
Sam Ward, Responsable capital markets EMEA chez Capital Group

Annexe 2 : Propositions de modifications réglementaires

Le choix du financement en fonds propres par le marché n'est pas uniquement déterminé par la capacité à réaliser une introduction en bourse mais également par celle de pouvoir recourir ultérieurement au marché pour se refinancer. En ce sens, faciliter les augmentations de capital est clé. Les interlocuteurs rencontrés par la mission lui ont fait part de deux blocages réglementaires à ce sujet.

1. Fixation du prix d'une augmentation de capital sans droits préférentiels de souscription

Le faible nombre d'augmentations de capital sans droits préférentiels de souscriptions (DPS) réalisées en France, par comparaison avec le reste de l'Union européenne, tiendrait pour une large part aux règles applicables à la fixation du prix : le moment de la fixation du prix de l'émission, le critère de référence pour la fixation du prix d'émission et la décote maximale de 5%.

1.1. Le moment de la fixation du prix

L'article R. 225-119 du code de commerce énonce que pour fixer le prix de l'émission, il faut se référer à la moyenne pondérée des cours des trois dernières séances de bourse « précédant sa fixation », ce qui, s'agissant des opérations réalisées par construction d'un livre d'ordres, ne peut se référer qu'*a priori* aux trois séances précédant la clôture du placement puisque dans ce cas, le prix ne peut pas, par définition, être fixé avant celle-ci. Cependant, la Position AMF a posé comme principe que « le moment de la fixation du prix, au sens du décret, s'entend au plus tard, comme celui de l'ouverture du placement, que celui-ci s'effectue à prix fixe ou à prix ouvert ».

Sur le plan du fonctionnement des marchés, cette position méconnaît les fondamentaux de ce fonctionnement et les règles applicables à l'information qui doit être donnée au marché. En effet, il est constant que la valeur d'une action sur le marché se détermine par rapport à la totalité des informations disponibles sur la société émettrice. En indiquant dans sa Position que le prix d'émission des actions nouvelles doit être fixé par référence aux cours qui prévalent avant le début du placement, l'AMF demande en définitive à ce que le prix d'émission soit fixé sur la base de cours qui n'intègrent pas l'information totalement déterminante que constitue l'augmentation de capital, sa taille et son but. Or ne pas prendre en compte un événement aussi important qu'une augmentation de capital dans la fixation du prix de l'émission aboutit en réalité à influencer de façon artificielle et contraire aux lois du marché, la fixation de ce prix.

Sur le plan opérationnel, enfin, la contrainte qu'impose l'AMF est telle que les émetteurs préfèrent en définitive s'abstenir. En effet, le lancement d'une opération d'augmentation de capital entraîne le plus souvent (même si ce n'est pas toujours le cas) une baisse du cours de l'action concernée. Or la Position AMF oblige les émetteurs français à réaliser leurs opérations de ce type dans un laps de temps extrêmement court (2 à 3 heures) car si, suite à l'annonce de l'opération, le cours baisse significativement de telle sorte que le prix minimum autorisé (qui, lui, est fixé sans prendre en compte l'impact de l'augmentation de capital) est supérieur au cours de bourse, ce prix devient alors inacceptable pour les investisseurs avec la conséquence que l'opération doit alors être annulée. Or l'annulation d'une opération annoncée (annonce qui naturellement comporte les objectifs de l'augmentation de capital envisagée) a un effet tout à fait désastreux pour un émetteur en termes d'image, au-delà des simples impacts financiers déjà très significatifs (avec l'impossibilité de réunir par ce biais le financement souhaité). Face à un tel risque, il n'est donc pas surprenant que les émetteurs renoncent à lancer en France des opérations de cette nature.

1.2. Le critère de référence pour la fixation du prix d'émission

Le mode de calcul de ce prix, tel que fixé par le même article R. 225-119 du code de commerce, est problématique. Ce texte pose en effet le principe d'un prix moyen pondéré sur trois séances de bourse et non un cours « spot ». Or, comme indiqué précédemment, les investisseurs ne souscriront à l'augmentation de capital que si le prix d'émission est inférieur au prix auquel ils peuvent trouver des titres sur le marché, c'est-à-dire un cours « spot » et non une moyenne pondérée sur trois séances. On observera d'ailleurs que dans le marketing de ce type d'opération, la décote est toujours affichée par rapport à un cours « spot » et non à une moyenne pondérée sur plusieurs jours passés.

1.3. La décote maximale de 5%

La décote maximale de 5% sur le prix d'émission, exigence propre à la France issue du même article R. 225-119 du code de commerce, est jugée par les acteurs rencontrés trop faible, en comparaison notamment avec les pratiques des autres marchés européens. Le niveau de cette décote aboutirait souvent à brider les émetteurs et contribuerait à limiter leur appétence pour ces opérations.

2. Communication des sociétés lors d'augmentations de capital ne donnant pas lieu à la publication d'un prospectus soumis au visa de l'AMF

Par la publication en début d'année de sa Position-recommandation 2019-01, l'AMF a modifié sa doctrine applicable aux augmentations de capital ne donnant pas lieu à la publication d'un prospectus. Cette révision satisfait globalement les acteurs rencontrés par la mission.

Cependant, ils regrettent que l'AMF ait souhaité maintenir la liste d'informations qu'elle recommande aux émetteurs de faire figurer dans leurs communiqués de presse sans distinguer entre les opérations ouvertes à des investisseurs particuliers et celles ouvertes uniquement à des investisseurs qualifiés. Par ailleurs, l'AMF ajoute deux éléments nouveaux par rapport à ce qui figurait dans la Position 2013-03 : les risques liés à l'émission et les impacts de l'opération en termes de gestion du risque de liquidité et d'horizon de financement. Ces nouvelles exigences, outre les difficultés pratiques que la seconde pourra notamment engendrer, conduisent à aligner le régime des opérations par placement privé sur celui des opérations donnant lieu à prospectus.

Il est néanmoins offert la possibilité pour les émetteurs d'évaluer la pertinence et la nécessité de ces informations eu égard notamment du type d'opérations, du moment du communiqué et de la situation particulière de l'émetteur.

Annexe 3 : Fiches de présentation des acteurs du circuit de financement des entreprises

- ♦ Assureurs-vie
- ♦ Banques conseil
- ♦ Courtiers / Banques de marché
- ♦ Distributeurs
- ♦ Gestionnaires d'actifs

Assureurs-vie

Activité

Rôle

- Offrir des contrats d'assurance-vie qui permettent aux particuliers de constituer un capital rémunéré.
- Deux types de supports sont proposés aux clients (ceux-ci pouvant être combinés) :
 - Fonds euros : capital garanti, intérêts annuels définitivement acquis et disponibilité du capital ;
 - Unités de comptes (UC) : risque de perte en capital mais potentiel de rendement plus élevé.

Place dans la chaîne de financement

- Les assureurs-vie délèguent généralement l'investissement et la gestion des montants collectés à des gestionnaires d'actifs, soit celui de leur groupe, soit externes.

Modèle d'affaires

- Frais d'entrée et frais prélevés à chaque versement : de 0% à 5% du versement.
- Frais de gestion sur l'épargne constituée : entre 0,5% et 1,5% des actifs sous gestion.
- Frais d'arbitrage : de 0 à 1% du montant des sommes transférées d'un fonds à un autre.

Enjeux actuels

- Environnement de taux bas, faisant pression à la baisse sur le rendement des fonds euros.
- Directive Solvabilité II qui accroît les exigences en fonds propres pour l'investissement dans des actifs plus risqués (actions en particulier), à même de compenser cette baisse de rendement.

Acteurs principaux

- Classement des assureurs-vie en France par encours total à fin 2017 (en Md€)¹²⁸ :

CNP Assurances	288
Crédit Agricole Assurances	255
BNP Paribas Cardif	137
AXA	121
Generali	88
Société Générale Insurance	87
Assurances du Crédit Mutuel	72
Allianz	68
BPCE	61
AG2R la Mondiale	56
Total	1 231

Chiffres clés¹²⁹

- Collecte en 2018 : 22,4 Md€
 - Fonds euros : -17,1Md€ ;
 - UC : 39,5 Md€.
- Encours à fin 2018 : 1 700 Md€
 - Fonds euros : 1 360 Md€ ;
 - UC : 340 Md€.

Associations professionnelles

Association

Fédération française de l'assurance (FFA) qui rassemble 280 sociétés représentant 99% du marché.

Chevaux de bataille

La demande d'une révision de Solvabilité II :

- Un régime prudentiel sans prise en compte de la diversité des risques portés ;
- Des aspects groupes mal appréhendés, le régime s'appuyant sur le contrôle « solo » ;
- Une harmonisation européenne insuffisante, génératrice de limites au développement d'un marché européen unique de l'assurance.

¹²⁸ Source : Good Value for Money et agrégation par FranceTransactions.com.

¹²⁹ Source : FFA.

Banques conseil

Activité

Rôle

- Conseiller des entreprises et structurer ainsi qu'exécuter pour leur compte des opérations financières telles que des fusions-acquisitions, introductions en bourse, augmentations de capital ou encore émissions de dette.
- Dans certains cas, elles garantissent l'émission de capital, c'est-à-dire que s'il n'y a pas suffisamment d'investisseurs souscrivant à l'opération, les banques conseil achètent les titres restant.

Place dans la chaîne de financement

- Les banques conseil assurent la bonne préparation des entreprises à la cotation et le succès de l'opération en plaçant les titres auprès des investisseurs. Elles tiennent le livre d'ordres de l'opération.

Modèle d'affaires

- Commissions : entre 0 et 2% du montant de l'opération (montant levé, valeur de l'entreprise acquise, etc.).

Enjeux actuels

- Faible nombre d'introductions en bourse qui peut inciter à être moins sélectifs sur les opérations et affaiblit les acteurs purement nationaux face aux concurrents étrangers.
- Révision du cadre réglementaire européen applicable aux « entreprises d'investissement ».

Acteurs principaux

- Les acteurs sur cette activité sont essentiellement les départements « banque d'investissement » des banques françaises (BNP Paribas, Natixis, Société Générale, Crédit Agricole, CM-CIC, etc.), ou internationales (Goldman Sachs, Morgan Stanley, JP Morgan, UBS, etc.).
- Il faut ajouter certaines banques d'affaires indépendantes comme Lazard ou Rothschild.
- Classement 2018 des banques conseil en montants levés lors d'introductions en bourse dans la région EMEA¹³⁰ :

Banques conseil	Montants levés (M\$)
JP Morgan	3 764
Citi	3 085
Deutsche Bank	2 881
Morgan Stanley	2 800
Goldman Sachs	2 569
UBS	2 368
Merrill Lynch	2 125
Berenberg	1 980
Credit Suisse	1 846
BNP Paribas	1 539

Chiffres clés

- Volume et nombre de fusions-acquisitions (complétées) en France en 2018¹³¹ : 183 Md€ / 2 117.
- Volume et nombre d'introductions en bourse en France en 2018¹³² : 1,1 Md€ / 17 (hors transferts).

Associations professionnelles

Associations

- Association française des marchés financiers (Amafi).
- Fédération bancaire française (FBF).

Chevaux de bataille

- Limiter les frictions réglementaires sur les opérations de marché.
- Veiller à la distinction entre le conseil en haut de bilan, libre d'exercice, et les services d'investissement de placement non garanti et de conseil en investissement, qui doivent être fournis par des professionnels régulés.

¹³⁰ Source : Thomson Reuters, « Global Equity Capital Markets Review Full Year 2018 ».

¹³¹ Source : Thomson Reuters, « Mergers & Acquisitions Review Full Year 2018 ».

¹³² Source : EY, « Observatoire des offres publiques ».

Courtiers / Banques de marché

Activité

Rôle

- Recevoir, transmettre et exécuter des ordres d'achat ou de vente de produits financiers (actions, obligations, produits dérivés, etc.) sur les marchés financiers ou de gré à gré pour le compte de leur clients, généralement des gestionnaires d'actifs ou directement des particuliers.
- Rédiger des notes d'analyse sur une entreprise ou un secteur comprenant une recommandation d'investissement (acheter / vendre / conserver) à destination des clients, et en faire le marketing auprès d'eux.

Place dans la chaîne de financement

- Les courtiers jouent le rôle d'intermédiaire entre les marchés et les investisseurs afin que ces derniers puissent acheter et vendre des titres de leurs portefeuilles.

Modèle d'affaires

- Frais de courtage : commissions sur les ordres passés en fonction du montant des ordres (entre 0 et 1%).
- Frais de recherche : par note ou abonnement. La directive MiFID II impose qu'ils ne soient pas inclus dans la facturation globale par le courtier de son client au même titre que les frais de courtage mais soient identifiés séparément (« unbundling »).

Enjeux actuels

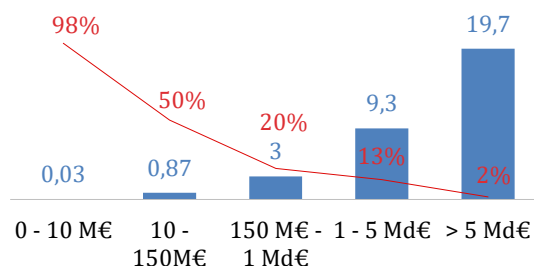
- Financement de la recherche suite à la mise en œuvre de MiFID II.
 - Baisse des revenus générés auprès des investisseurs ;
 - Développement de la recherche sponsorisée, c'est-à-dire payée par les entreprises et non les investisseurs.
- Révision du cadre réglementaire européen applicable aux « entreprises d'investissement ».
- Innovations technologiques liées au trading algorithmique et la blockchain.

Acteurs principaux

- Les activités de courtage sont essentiellement réalisées par les départements « banque d'investissement » des banques françaises (BNP Paribas, Natixis, Société Générale, Crédit Agricole, CM-CIC, etc.), ou internationales (Goldman Sachs, Morgan Stanley, JP Morgan, UBS, etc.), ou par des courtiers / banques de marché indépendants (Kepler Cheuvreux, TP ICAP, etc.).

Chiffres clés¹³³

- Nombre moyen d'analystes couvrant une valeur en fonction de sa capitalisation boursière (colonne) et part des valeurs non couvertes (ligne) :



Associations professionnelles

Associations

- Association française des marchés financiers (Amafi).
- Société française des analystes financiers (SFAF).

Chevaux de bataille

- Limiter les frictions réglementaires sur les opérations de marché.
- Trouver un moyen de financement pérenne de la recherche en France en particulier sur les valeurs petites et moyennes, avec un soutien de l'Etat.

¹³³ Source : Amafi, « Étude sur la couverture des valeurs françaises par les bureaux de recherche de 2005 à 2017 » (septembre 2018).

Distributeurs

Activité

Rôle

- Proposer des produits d'épargne (fonds, livrets, comptes-titres, etc.) aux particuliers et collecter ainsi leur épargne.

Place dans la chaîne de financement

- Les distributeurs collectent l'épargne des particuliers qui est ensuite placée essentiellement auprès des assureurs (produits d'assurance-vie) ou des gestionnaires d'actifs directement.

Modèle d'affaires

- Frais de gestion : honoraires ou forfait annuel.
- Frais de distribution : droits d'entrée, droits de garde, droits de sortie, etc. Ces frais sont généralement exprimés en pourcentage de l'encours géré (entre 0 et 2%).

Enjeux actuels

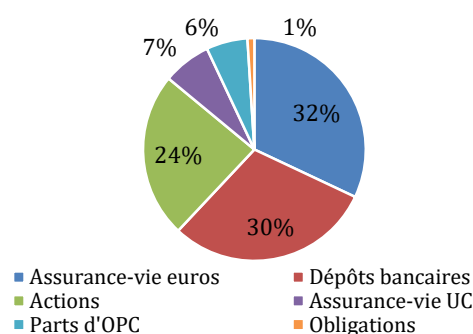
- Indépendance du conseil : transparence ou disparition (pour continuer à être considéré comme indépendant) des rétrocessions de commissions dans le cadre de l'application de MiFID II.
- Implication de l'instauration du prélèvement forfaitaire unique (PFU) et du remplacement de l'ISF par l'IFI sur la collecte et l'allocation de l'épargne.

Acteurs principaux

- On distingue :
 - Les banques de détail (BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole, BPCE, Crédit Mutuel, CIC, etc.) dédiées au grand public ;
 - Les banques privées, départements des grandes banques ou indépendantes (Rothschild Martin Maurel, Edmond de Rothschild, Pictet, etc.), offrent un service haut de gamme aux personnes aisées ;
 - Les cabinets de conseil en gestion de patrimoine (CGP) visent généralement la même clientèle que les banques privées. Il y en a près de 1 500 en France.

Chiffres clés¹³⁴

- Epargne financière des ménages à fin 2017 : 5 014 Md€
- Structure de ce patrimoine financier à fin 2017 :



Associations professionnelles

Associations

- Fédération bancaire française (FBF).
- Chambre nationale des conseils en gestion de patrimoine (CNCGP).

Chevaux de bataille

- Révision du Key Information Document (KID) pour les PRIIPS.
- Maintenir l'exemption du KID pour les OPCVM.
- Stabilité de la fiscalité (PFU et IFI).

¹³⁴ Source : Banque de France, « Rapport de l'Observatoire de l'épargne réglementée 2017 ».

Gestionnaires d'actifs

Activité

Rôle

- Gérer les capitaux (détenus en propre ou confiés par un investisseur tiers) dans le respect des contraintes réglementaires et contractuelles, en appliquant les consignes et/ou politiques d'investissements définies par le détenteur des actifs gérés, pour en tirer le meilleur rendement possible en fonction d'un niveau de risque choisi.

Place dans la chaîne de financement

- Les gestionnaires d'actifs collectent des actifs auprès d'investisseurs institutionnels (par ex. les assureurs-vie) sous format de mandat ou directement auprès de particuliers. Ils les investissent ensuite dans des produits financiers, en particuliers des actions et obligations d'entreprises ou d'Etats.

Modèle d'affaires

- Frais de gestion : entre 0,5% et 1,5% des actifs sous gestion.
- Commissions de performance (facultatives) : répartition de la plus-value avec l'investisseur au-dessus d'un niveau de performance.

Enjeux actuels

- Faiblesse des marges liées à la pression réglementaire (MiFID II) et au développement de la gestion indicielle.
- Emergence de nouvelles technologies comme les *robo advisors* : ciblage des préférences clients (besoin de liquidité, aversion au risque, horizon temporel) pour leur proposer une allocation d'actifs en adéquation.

Acteurs principaux

- 630 sociétés de gestion de portefeuille exercent leur activité en France, dont 200 créées ces cinq dernières années. Plus de 450 sont entrepreneuriales. Quatre groupes français figurent dans le top 30 mondial.
- Classement des gestionnaires d'actifs français par encours gérés à fin 2017 (en Md€)¹³⁵ :

Gestionnaires	Actifs	# mondial
Amundi	1 425	9
Natixis IM	808	16
AXA IM	730	19
BNP Paribas AM	537	29
Ostrum AM	258	68
La Banque Postale AM	220	76
Lyxor AM	137	106
Groupama AM	99	138
Covéa Finance	95	143
OFI AM	70	177

Chiffres clés¹³⁶

- Encours à fin 2017 : 3 995 Md€ (+6% vs. 2016)
 - Organismes de placement collectif (OPC) de droit français : 1 929 Md€ (48% du total) ;
 - Mandats y compris OPC de droit étranger : 2 066 Md€ (52% du total).

Associations professionnelles

Association

Association française de la gestion financière (AFG).

Chevaux de bataille

- Défendre l'expansion de la retraite par capitalisation par la généralisation des régimes supplémentaires.
- Limiter les effets de l'application des dispositions de MiFID II (rétrocessions et financement de la recherche en particulier).

¹³⁵ Source : IPE, « Top 400 asset managers 2019 ».

¹³⁶ Source : AFG, « Panorama du marché français de la gestion pour compte de tiers 2017 ».