



MINISTÈRE
CHARGÉ DE LA TRANSITION
NUMÉRIQUE ET DES
TÉLÉCOMMUNICATIONS

*Liberté
Égalité
Fraternité*

3^{ème} Rapport French Tech Finance Partners

À l'attention :

De la Ministre déléguée chargée de l'Intelligence
Artificielle et du Numérique

Janvier 2025

Troisième rapport French Tech Finance Partners sous la direction de Réza MALEKZADEH et réalisé suite aux travaux des groupes « Investisseurs », « CFO » et « Intermédiaires financiers » du comité French Tech Finance Partners coordonnés par Brice DELORME et composé de :

Delphine d'AMARZIT, Jérôme BERGER, Philippe COLLOMBEL, Philippe ENGLEBERT, Paul-François FOURNIER, Benoist GROSSMANN, Kristelle KERFORN, Aude de LARDEMELLE, Xavier LAZARUS, Pierre-Éric LEIBOVICI, Julien-David NITTECH, Maya NOËL, Lauriane REQUENA, Rafaèle TORDJMAN et Roxanne VARZA.

Sommaire

Préambule	4
Recommandations des groupes de travail	6
1. Mobiliser davantage de capitaux d'investisseurs institutionnels français	7
2. Orienter plus l'épargne des particuliers vers le financement des entreprises.....	7
3. Fluidifier et digitaliser les marchés boursiers.....	7
4. Faciliter la liquidité sur le marché post-IPO et limiter les contraintes.....	8
5. Dynamiser l'Equity Research sur le segment Small & Mid Cap et élargir la couverture thématique.....	8
6. Renforcer le programme Tibi (volet coté) pour avoir plus de fonds de taille critique investissant dans des sociétés françaises ou européennes.....	8
7. Partager la connaissance des bonnes pratiques dans le process pre-IPO.....	8
8. Favoriser les initiatives de place et professionnaliser la communication financière.....	8
9. Assurer une stabilité et simplification réglementaire et fiscale pour développer la taille critique des institutionnels	9
10. Renforcer le Marché Unique européen	9
Contexte sur le marché des IPO.....	10
MESSAGES CLES	11
L'IPO EST UNE VOIE D'EXIT NECESSAIRE A LA LIQUIDITE DU MARCHÉ	12
Les exits sont vitales pour le bon fonctionnement de l'écosystème de financement des startups	12
Les nouveaux investissements dépendent in fine de la liquidité assurée par les exits.....	13
Le ralentissement des IPO accentue l'accumulation de sociétés en recherche d'exits.....	14
L'IPO est une voie de sortie privilégiée et doit être soutenue	14
Les Etats-Unis sont un modèle à étudier.....	15
En Europe, la Suède a par exemple su développer un marché financier profond	16
DES IPO EN EUROPE ET EN FRANCE ENCORE A DEVELOPPER	17
Les valorisations d'IPO européennes sont plus favorables, mais plus sélectives qu'aux US	17
En Europe, les investisseurs privilégient les sociétés matures et non-technologiques.....	17
En France, le volume d'IPO dans le secteur de la tech est encore faible.....	18
Il y a un risque de voir le pipeline d'IPO d'entreprises française se délocaliser.....	19
Les marchés boursiers européens offrent de meilleures valorisations aux Small & Mid Caps européennes, en comparaison aux Etats-Unis	19
Comparaison détaillée des exits entre Etats-Unis et Europe	20
Messages clés & méthodologie	21
1. Un grand nombre de sociétés européennes prêtes à être introduites en Bourse	22
2. Des multiples cash-on-cash des sorties IPO deux fois supérieurs à ceux du M&A	23
3. Une appétence plus grande pour des actions secondaires lors d'IPO en Europe.....	25
4. Des multiples de valorisation plus élevés en Europe pour les entreprises <1 Md€ de capitalisation boursière	26
5. Des entreprises cotées en Europe affichant de meilleures performances à +1 an	27
Annexes.....	28
INITIATIVES DE FRANCE DIGITALE	29
Résumé de la lettre ouverte "Europe needs to keep its best Tech IPOs at Home"	29
Résumé de la proposition de France Digitale pour un 28e régime	30

Préambule

Créé en janvier 2023, le French Tech Finance Partners est une instance représentative des acteurs qui investissent dans les startups françaises. La vocation de cette instance est de **contribuer** dans la durée à la **conception des politiques publiques de financement de l'innovation, pour développer l'écosystème tech français et proposer des réponses concrètes à ses problématiques.**

Le premier rapport a été publié en avril 2023, résultant d'un travail collégial de quatre groupes de travail et présentant 92 recommandations pour renforcer la tech française :

- Le financement des startups en région ;
- L'attractivité du marché français (comment attirer plus d'investisseurs) ;
- Le financement de la Deep Tech (startups qui proposent des innovations de rupture) ;
- Les critères de sélection des programmes French Tech.

Parmi ces recommandations, l'ex-ministre chargé du numérique, M. Jean-Noël BARROT, en avait retenu 42, qui ont été mises en œuvre.

Un second rapport remis en avril 2024 avait proposé 46 recommandations, autour de 3 sujets centraux de la French Tech :

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

Ce troisième rapport poursuit ce travail et a pour but d'aider les pouvoirs publics à comprendre les difficultés rencontrées par les acteurs du capital-risque et capital-développement au moment de leur **sortie du capital de ces entreprises (« exit »)**, et d'apporter des propositions. Ce problème est d'autant plus important que les investisseurs dont les capitaux sont immobilisés ne peuvent plus soutenir le reste de l'écosystème en développement. Les entreprises en forte croissance ont par ailleurs un besoin d'accès à des capitaux toujours plus importants. L'introduction en Bourse (en anglais « *Initial Public Offering* » ou « IPO ») est un moyen privilégié de lever la masse critique de capitaux pour voir émerger ces champions français.

Ce rapport s'est ainsi penché sur les **obstacles pouvant entraver le chemin vers la Bourse** pour les entreprises à forte croissance et à fort capital technologique, notamment un nombre d'investisseurs limités dotés des moyens nécessaires pour les soutenir jusqu'à leur introduction en Bourse et au-delà. Ce rapport cherche à présenter des propositions pour surmonter ces obstacles, en mettant l'accent notamment sur le **renforcement des étapes intermédiaires**, e.g. pré-IPO, susceptibles d'accroître le taux de succès des introductions en Bourse et de garantir la liquidité des employés et des investisseurs. Ce rapport a également examiné des moyens pour mieux aligner les intérêts des différentes parties prenantes lors de ces introductions en Bourse.

Afin de répondre à ces enjeux, **les principaux acteurs de la chaîne de valeur ont été consultés pour recueillir leurs points de vue**, lors de rencontres et petits comités réguliers dédiés à certaines thématiques, en plus d'un **travail de collecte de recommandations via l'envoi de questionnaires** à trois types d'acteurs :

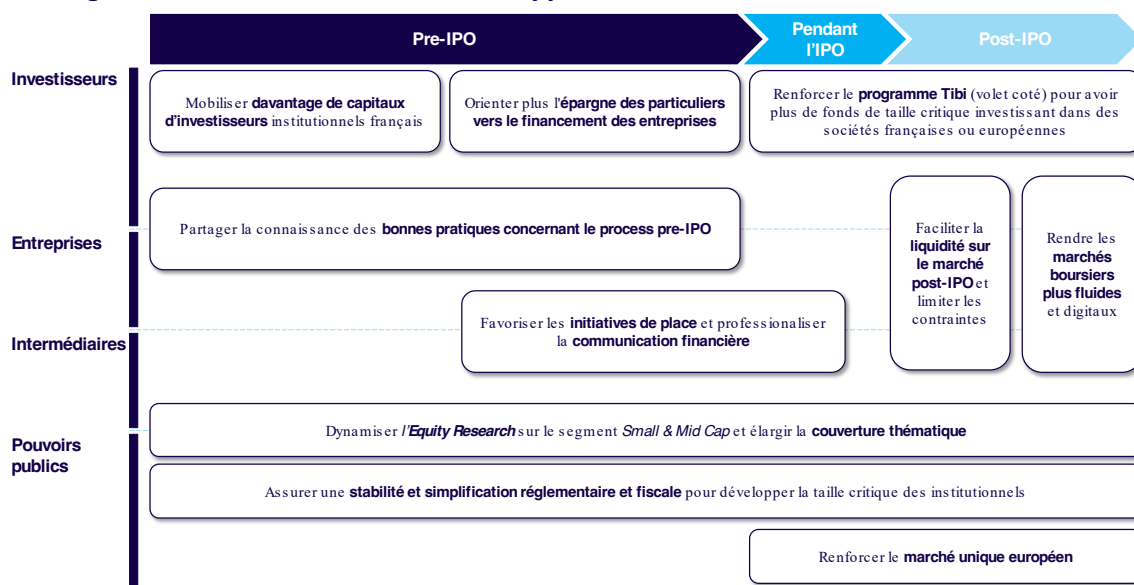
- Les **investisseurs**, qui ont identifié les éléments nécessaires pour améliorer les conditions de succès et leur participation aux IPO françaises.
- Les **intermédiaires et prestataires de services** (analystes des instruments cotés, conseils comme les banquiers et les avocats, etc.), qui ont discuté des facteurs de réussite de l'IPO dans son modus operandi.
- Les **directeurs financiers** des candidats, passés, présents et futurs, à ces introductions en Bourse, qui ont détaillé les moyens et les étapes indispensables à la préparation d'une IPO.

La réunion de ces acteurs, la comparaison et la confrontation de leurs points de vue et problématiques ont permis de dresser des pistes d'amélioration. Fort de ces perspectives variées et complémentaires, le groupe de travail a **formulé des recommandations**, en phase avec les besoins des parties prenantes.

Recommandations des groupes de travail

Vue globale des recommandations du rapport

/ PRÉLIMINAIRE



1. Mobiliser davantage de capitaux d'investisseurs institutionnels français

- Favoriser l'émergence de fonds de pre-IPO et crossover afin de faire participer ces capitaux français aux tours late stage, ainsi qu'à l'actionnariat post-IPO des sociétés¹
- Créer des fonds de fonds ou renforcer ceux existants (français ou européens, comme l'initiative Fonds de Fonds de la Caisse des Dépôts ou le fonds de place Emergence) pour gérer les capitaux des investisseurs institutionnels français²

2. Orienter plus l'épargne des particuliers vers le financement des entreprises

- Faciliter l'accès aux nouvelles cotations dans les PEA des particuliers (e.g., augmentation du plafond, simplification, etc.)
- Permettre l'accès à certaines classes d'investissements aux particuliers (aujourd'hui réservées aux professionnels) comme les offres *retail* dans les placements accélérés
- Inclure une tranche *retail* dans toutes les cessions en bloc de sociétés cotées détenues par l'état
- Encourager les investissements en actions dans l'assurance-vie. Sensibiliser les investisseurs particuliers à l'investissement en Bourse et au couple rendement / risque pour instaurer une culture plus positive vis-à-vis de l'investissement dans des entreprises

3. Fluidifier et digitaliser les marchés boursiers

- Créer un indice dédié aux sociétés de croissance à fort potentiel, équivalent à l'indice Tech Leaders, afin de mieux mettre en avant le segment Euronext Growth (critères moins contraignants, permettant des levées de plusieurs dizaines de millions d'euros)
- Digitaliser davantage les places boursières en s'inspirant du modèle PrimaryBid utilisé pour les *Accelerated Book Buildings* (i.e. processus de vente accélérée d'actions) en réduisant les délais nécessaires à la mise à disposition du prospectus (Flexibilité du Listing Act)

¹ A titre d'exemple, l'objectif serait d'accompagner plus longuement les entreprises dans leur aventure en bourse (ex : augmentation du montant maximum de capitalisation boursière (de 150 à 500 M€) des sociétés dont les titres sont éligibles au quota des FCPR et FPCI dans la loi n° 2024-537 du 13 juin 2024 visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France)

² Le gouvernement britannique a récemment annoncé i) vouloir consolider les différentes caisses de retraite afin d'atteindre une taille critique, et ii) mieux flécher l'épargne et les fonds/caisses de retraite vers les actifs non-cotés avec à terme 6% (vs. 1% aujourd'hui) alloué vers les actifs non cotés, représentant environ 80 Mds£

4. Faciliter la liquidité sur le marché post-IPO et limiter les contraintes

- a) **Encourager le *market making* avec des incitations sur les 12-24 mois post-IPO**, afin de renforcer la liquidité pendant les premières années de cotation
- b) **Rendre les retraits de cotes plus transparents et équitables** afin d'alléger les contraintes réglementaires pour les entreprises cotées et renforcer la protection des actionnaires minoritaires
- c) **Assurer un cadre fiscal compétitif sur les plus-values mobilières**, favorisant ainsi l'orientation de l'épargne vers le rendement des actions

5. Dynamiser l'Equity Research sur le segment Small & Mid Cap et élargir la couverture thématique

- a) **Élargir la couverture thématique (e.g., sur la Tech) via la création de divisions sectorielles** et l'intégration de ressources académiques afin d'améliorer la qualité et la précision des analyses (autant en sell-side, qu'en buy-side, dans les fonds equity ou crossover)
- b) **Améliorer la couverture de certains segments d'entreprises (e.g. Small et Mid Cap)** en assurant le suivi du titre par un nombre minimum de brokers, avec une possibilité de recourir à de la recherche sponsorisée si nécessaire (e.g. en Italie, de la recherche sponsorisée est obligatoire si le titre n'est pas suffisamment suivi)
- c) **Stimuler le recrutement en Equity Research** et suivre l'évolution des emplois d'analystes via la mise en place de statistiques et KPIs, encouragés par des revalorisations des commissions de courtage ; inclure une formation à l'analyse avec la SFAF dans les filières tech master ou PhD
- d) **Mettre en place une plateforme partagée de recherche permettant de mutualiser les coûts** entre investisseurs, facilitant ainsi l'accès rapide et équitable aux informations nécessaires à l'évaluation de l'entreprise

6. Renforcer le programme Tibi (volet coté) pour avoir plus de fonds de taille critique investissant dans des sociétés françaises ou européennes

- a) **Renforcer le volet coté du programme Tibi pour favoriser l'émergence de fonds européens atteignant une taille critique, en utilisant notamment le levier des fonds de fonds, et suivre l'impact de l'initiative sur les investissements en Europe.**
- b) **Coopérer davantage avec les autres Etats Européens** pour qu'ils s'inspirent de cette initiative (e.g., initiative Wachstumsfonds en Allemagne)

7. Partager la connaissance des bonnes pratiques dans le process pre-IPO

- a) **Organiser des présentations régulières et roadshows éducatifs avant l'IPO** pour familiariser les investisseurs avec la stratégie, la valorisation et les perspectives de croissance, et récolter des retours via les *sessions d'early looks* et de *pilot fishing*
- b) **Eduquer les parties prenantes à présenter une *Equity story* convaincante** démontrant la viabilité de l'entreprise, avec un plan de rentabilité bien défini, une stratégie de croissance solide et un positionnement stratégique sur son marché
- c) **Cibler une valorisation assurant une bonne performance post IPO, condition de succès de la finalisation de l'exit des investisseurs historiques**

8. Favoriser les initiatives de place et professionnaliser la communication financière

- a) **Encourager la participation des entreprises aux initiatives de place et clubs d'investissement**, aux conférences ECM, et aux forums financiers afin de renforcer les contacts avec les investisseurs, accroître leur visibilité et comprendre les best practices du marché en amont de l'IPO
- b) **Permettre une professionnalisation de la communication financière** des entreprises (accès à des formations et mise en relation) pour renforcer leur notoriété auprès des investisseurs, les fidéliser et en attirer de nouveaux

9. Assurer une stabilité et simplification réglementaire et fiscale pour développer la taille critique des institutionnels

- a) **Contribuer à augmenter la taille des fonds de pension en France et en Europe** (sous-développement des piliers 2 & 3 dans l'ensemble des Etats de l'UE)
- b) **Garantir que la révision de la directive Solvabilité II, en cours de finalisation, permette de libérer effectivement des charges en capital** afin d'encourager l'investissement, notamment en actions, en particulier grâce à la mise en place du traitement prudentiel allégé applicable aux investissements en actions à long-terme (« Long Term Equity Investment » - LTEI), en ligne avec les recommandations partagées dans le rapport Draghi (proposition 1c)
- c) Assurer une **stabilité réglementaire et fiscale**³
- d) **Attirer des capitaux européens et internationaux** en simplifiant l'accès et la connaissance du marché français pour les Asset Managers par des partenariats pan-européens et des conférences internationales (à l'instar des sommets *Choose France*)

10. Renforcer le Marché Unique européen

- a) **Créer un marché européen intégré et attractif en finalisant l'Union des marchés de capitaux (CMU)** pour surmonter les fragmentations réglementaires et financières, en déployant des régimes harmonisés permettant d'atteindre l'échelle critique (voir les initiatives de France Digitale en annexes : 28e régime, accélération union bancaire)
- b) **Soutenir les initiatives européennes** lancées lors du second mandat d'Ursula von der Leyen / Rapport Draghi (voir les initiatives de France Digitale en annexes)

³ Par exemple, sur le FCPI, l'objectif serait de pérenniser la réduction d'impôt sur le revenu (dispositif IR PME) pour les fonds en le modernisant et rendre éligibles les fonds classiques de capital investissement (type FCPR) investissant prioritairement dans l'innovation.

Contexte sur le marché des IPO

MESSAGES CLES

Dans le contexte du financement de la Tech, après avoir travaillé depuis plus de 10 ans sur le financement primaire et non coté, il est nécessaire que **l'écosystème se penche sur l'amélioration des voies de sorties** pour favoriser le bon fonctionnement du marché.

Des **éléments de contexte** sur les voies d'exit et l'IPO sont abordés en premier lieu, avant d'évoquer la situation propre aux IPO en Europe et en France. Ces éléments sont enrichis par une **étude statistique**, présentée dans la suite du rapport, **comparant les Etats-Unis et l'Europe**. Cette analyse a dégagé des **enseignements cohérents avec les remarques et recommandations dégagées par les différents groupes de travail**.

En synthèse, nous pouvons retenir que **l'IPO est une voie d'exit nécessaire et privilégiée pour la bonne liquidité du marché** :

- Les exits sont vitales pour le bon fonctionnement de l'écosystème de financement des startups
- Le nombre de nouveaux investissements dépend in fine de la liquidité du marché assurée par le volume d'exits
- Le ralentissement des IPO accentue l'accumulation de sociétés en recherche d'exits
- L'IPO est une voie de sortie privilégiée et doit être soutenue
- Référence pour le secteur de la Tech, les Etats-Unis restent un modèle nécessaire à étudier
- En Europe, la Suède a par exemple su développer un marché financier profond

La **situation en Europe, et en France, est contrastée** avec à la fois des valorisations plus favorables qu'aux US (sur l'échantillon observé), mais aussi des conditions de succès plus exigeantes, aboutissant à un **petit nombre de sociétés technologiques choisissant de réaliser une IPO**, et ce parfois hors d'Europe.

- Des valorisations d'IPO européennes plus favorables (sur l'échantillon observé), mais plus sélectives qu'aux US
- En Europe, les attentes des investisseurs européens sont plus portées vers des sociétés matures et non-technologiques
- Une situation en France avec peu d'IPO dans le secteur de la tech
- Le risque est de voir le pipeline d'IPO d'entreprises française se délocaliser, en particulier aux Etats-Unis
- Néanmoins les marchés boursiers européens offrent de meilleures valorisations Small & Mid Caps, en comparaison aux Etats-Unis

L'IPO EST UNE VOIE D'EXIT NECESSAIRE A LA LIQUIDITE DU MARCHE

Ce rapport vise à apporter des recommandations pour **soutenir le développement**, en France et en Europe, **des entreprises à forte croissance et à fort capital technologique** capables de rivaliser avec leurs homologues américains. Bien que la France dispose d'un **vivier de jeunes startups dynamiques** avec des technologies innovantes, on peut constater des **difficultés particulières lors de la phase dite « late stage »** de leur développement. C'est à ce moment critique, lorsqu'elles quittent le giron des investisseurs en capital-risque, que ces **sociétés peinent à accéder aux capitaux nécessaires à leur passage à l'échelle**, notamment à cause du fort ralentissement des exits depuis ces dernières années.

Les exits sont vitales pour le bon fonctionnement de l'écosystème de financement des startups

L'écosystème du **financement des startups repose sur un cycle vertueux de liquidité**, avec comme nécessité des solutions de liquidités pour les investisseurs, i.e. des voies d'exits. Les **deux principales voies d'exits sont l'IPO** (« *Initial Public Offering* » ou introduction en Bourse) **et le M&A** (« *Mergers & Acquisitions* » ou « Fusions & Acquisitions », e.g. le rachat par un fonds de LBO ou un industriel), les deux étant très dépendants des conditions de marché.

L'IPO a toujours été et reste la voie d'exit privilégiée. **Rares sont les entreprises qui continuent de croître tout en restant non-cotées**. Notre étude statistique, présentée dans la suite du rapport, a d'ailleurs montré que les **IPO offraient un retour sur investissement presque 2x supérieur au M&A** (8,0x vs 4,3x en Europe). Le M&A est souvent réalisé par des acteurs eux-mêmes cotés. Le secondaire est souvent une solution de liquidité temporaire avant une IPO ou du M&A. **Les marchés cotés restent la plus grande poche de capitaux disponible**, et donc le moyen privilégié de lever des sommes importantes.

L'IPO n'est pas la seule voie de sortie possible pour les entreprises et les fonds d'investissement. Les deux autres solutions de liquidité majeures évoquées ci-dessus ont d'ailleurs su évoluer pour s'adapter aux nouvelles conditions de marché :

- **Le M&A est historiquement porté par les grands champions industriels.** Néanmoins la **consolidation entre pairs** (parfois initiée par les start-ups elles-mêmes ou **portée par les fonds d'investissement** qui les soutiennent) ne cesse de se renforcer. Dans ce cas des start-ups complémentaires (e.g. produits, géographie) se rapprochent pour constituer une société au profil plus solide et générer des synergies. Ce rapprochement permet le plus souvent d'atteindre ou d'optimiser la rentabilité. Cela permet à ces sociétés de présenter un dossier plus solide auprès de banques qui hésiteront moins à prêter de l'argent (avec un horizon clair de remboursement).
- **Le marché secondaire** se présente aussi comme une voie alternative, offrant une flexibilité accrue et des opportunités de liquidité pour les investisseurs. C'est aussi le moyen de **structurer l'actionariat** autour d'un groupe plus restreint d'actionnaires, capables de porter d'une même voix la société vers la voie du M&A ou l'IPO. Ce sont ces raisons qui ont rendu **le marché secondaire si attractif ces dernières années**, et ce pourquoi, à notre sens, **il est nécessaire d'encourager son développement**.

En conclusion, bien que le financement des sociétés ne provienne pas en majorité des IPO, l'Europe et la France démarre **une nouvelle phase où l'IPO est clé pour créer de grands champions**, et poursuivre la dynamique de financement de l'innovation. Dans ce nouveau cycle où améliorer la liquidité est nécessaire, les **prochaines cotations vont être déterminantes** pour développer un effet d'entraînement positif.

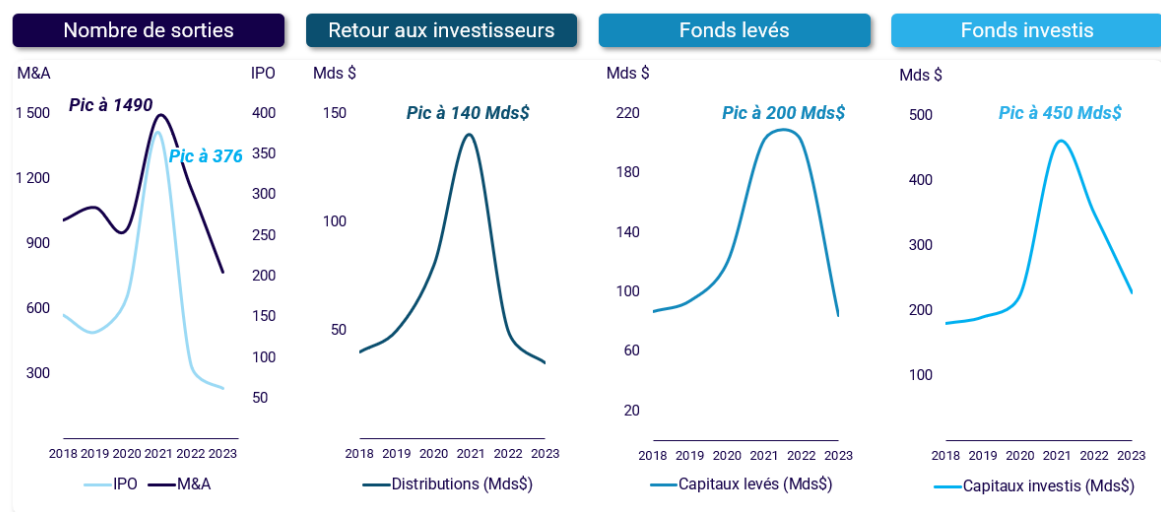
Sur le **segment de la Tech**, il y a un **défi particulier en raison des différences de valorisation** entre le non coté et le coté, avec des risques de down round à accepter par les sociétés non cotées lors d'éventuelles IPO.

Les nouveaux investissements dépendent in fine de la liquidité assurée par les exits

La liquidité du marché, via les exits, permet d'**alimenter la croissance de nouvelles entreprises innovantes**. Ce **cercle vertueux** se manifeste par les dynamiques décrites ci-après. Le capital est d'abord investi par des fonds d'investissement en capital-risque (fonds appelés « *General Partners* » ou GPs) dans des entreprises prometteuses afin de soutenir leur croissance. Une fois que ces entreprises ont atteint le stade suivant de leur développement, de nouveaux besoins en capitaux voient l'entrée de nouveaux GPs (fonds de capital développement), investissant dans des sociétés plus matures. Cette injection de capital permet aux investisseurs initiaux (en capital-risque) de toucher une plus-value sur leurs investissements réussis et de **rendre cet argent à leurs propres investisseurs** (les « *Limited Partners* » ou LPs). En retour, les LPs peuvent alors à nouveau **réinjecter des capitaux dans de nouveaux fonds levés par les GPs** qui seront déployés dans d'autres sociétés prometteuses. Cependant, en raison d'un **volume limité de sorties depuis environ deux ans**, ce cycle vertueux a fortement ralenti.

La liquidité est la condition sine qua non d'un bon fonctionnement de l'écosystème : si l'argent investi dans les entreprises n'est jamais retourné aux *Limited Partners*, ceux-ci freinent, voire renoncent, à participer aux nouvelles levées de fonds des investisseurs, rendant difficile tout nouvel investissement.

Ces dynamiques ont des effets d'entraînement, comme l'illustre le graphique ci-dessous, avec des données réunies entre 2018 et 2023 sur des entreprises en Europe et aux Etats-Unis. L'écosystème dans son ensemble a **aujourd'hui besoin de trouver des solutions pour retrouver de la liquidité** et rétablir un environnement propice au développement de l'innovation.



Sur la période 2021-2023, le **fort ralentissement des exits touche à la fois les IPO et le M&A** :

- **L'IPO n'a compté que 62 opérations en 2023 (i.e. une baisse de 84%) aux Etats-Unis, en Europe et en Israël**, après un pic à 376 opérations, en 2021. En France, ce sont seulement six IPO réalisées en 2023, levant au total ~300m€. Les IPO réussies sont trop peu nombreuses pour créer un effet d'entraînement positif, compliquant une reprise organique des IPO à très court terme. Pour rappel, en 2022 le gouvernement énonçait l'objectif de voir dix licornes françaises cotées à la Bourse de Paris d'ici 2025.
- **Le M&A n'a vu que 770 opérations en 2023 (i.e. une baisse de 48%) aux Etats-Unis, en Europe et en Israël** après un pic à 1490 opérations en 2021.

En ce qui concerne les **introductions en Bourse**, on peut constater une évolution importante sur les dernières années.

En 2021, les **capitaux étaient abondants sur le marché actions**. Les investisseurs, attirés par des ratios risque/rendement très attractifs, cherchaient à investir dans de nouvelles sociétés cotées. Une forte demande s’est alors manifestée pour les entreprises technologiques et de croissance, notamment la Deep Tech industrielle et les sociétés disruptives dans une économie en pleine numérisation. Les **conditions de marché** (contexte inflationniste) **et l’appétit des investisseurs** pour les sociétés early / late-stage ont permis d’absorber les conditions de valorisation élevée, parfois **décorrélées de la valeur fondamentale** des entreprises, que ce soit d’ailleurs sur des actifs non-cotés ou cotés.

Les **années suivantes (2022-2023) ont connu une dynamique inverse**. Marquées par les incertitudes macroéconomiques, nombre d’entreprises ont reporté leurs projets d’introduction en Bourse, en attendant des conditions plus favorables et en s’attendant à la révision de leur modèle de croissance pour mettre l’accent sur la rentabilité. Par ailleurs, des ajustements à la baisse des cours ont sanctionné les émetteurs dont les résultats n’étaient pas à la hauteur des prévisions. Pour les entreprises non cotées, de nouveaux tours de financement, quand ils étaient possibles, ont été faits avec une décote parfois importante.

L’année 2024 a marqué un point de basculement avec la maîtrise du contexte inflationniste et une baisse des taux à court terme : nous sommes passés en trois ans de la masse monétaire la plus large de l’Histoire avec des taux historiquement bas à une conjoncture de taux plus élevés. Avec ces nouvelles conditions, nombre d’investisseurs boursiers se sont orientés vers des placements moins risqués, ayant fait leurs preuves par le passé, comme les secteurs du luxe, de l’industrie et du digital.

En France, la situation politique débouche à partir de juin 2024 sur un risque idiosyncratique traduit par une augmentation du spread de taux d’intérêt et une décote des indices boursiers, et renforce l’attentisme des acteurs économiques.

Le ralentissement des IPO accentue l’accumulation de sociétés en recherche d’exits

Cette absence d’IPO, et d’exits en général, a provoqué une accumulation de sociétés non-cotées en recherche d’exits. Plus le temps passe, plus un nombre important d’**entreprises se voient contraintes d’attendre**, accentuant ce phénomène d’accumulation.

Comme le montre notre comparaison détaillée des exits (dans la suite du rapport), il y a actuellement **un pipeline de 137 entreprises européennes ayant le potentiel de réaliser une IPO** (pour un montant cumulé de ~430 Mds€). Celles-ci consistent en des entreprises privées ayant leur siège en Europe, avec une valorisation supérieure à 1 Md\$.

En France, c’est près de 30 entreprises qu’on estime aujourd’hui prêtes à entrer en Bourse (pour un montant cumulé de plus de ~65Mds€), mais **confrontées** aux obstacles évoqués au long de ce rapport. Il s’agit à titre d’exemple (et non-engageant) des sociétés comme ContentSquare, BlaBlaCar, Vestiaire Collective, Mirakl, Doctolib, BackMarket, Qonto, Younited, ManoMano, Voodoo, Spendesk, Alan, Poolside et tant d’autres.

De nombreuses sociétés gardent en tête les valorisations élevées de 2021 et ne sont pas encore prêtes à s’introduire en Bourse sur la base de cette valorisation plus réaliste. Un contre-exemple à cette prudence est le « down round » marquant pour la Tech européenne de Klarna : la startup suédoise lève 1,7 Md\$ en 2021 à une valorisation de 45 Mds\$, avant de devoir relever de l’argent en 2022 à une valorisation de 6,7 Mds\$ (i.e. 15% de sa valorisation précédente). Début 2025, son introduction en bourse est attendue sur une valorisation de l’ordre de 20 Md\$.

L’IPO est une voie de sortie privilégiée et doit être soutenue

L’IPO reste une voie de sortie à favoriser car elle permet d’accéder à des capitaux importants. La France, et l’Europe en général, manquent de fonds de taille assez importante pour soutenir les entreprises dans leurs phases de développement les plus avancées (late stage), et ce pour des raisons structurelles et historiques (système bancarisé, marché européen des capitaux fragmenté, etc.). Seule **l’IPO permet de lever des capitaux aussi importants** – de par la poche d’investissement provenant d’institutionnels, ainsi que celle des particuliers pouvant mobiliser leur épargne, aujourd’hui encore sous-utilisée sur des comptes-courants ou des livrets d’épargne peu rémunérateurs).

L'amélioration des conditions de marché, marquée notamment par la baisse des taux d'intérêt, pourrait **favoriser une reprise des IPO en Europe et en France** dès la fin de l'année 2024. L'accumulation des sociétés en portefeuille des fonds de Private Equity devraient inciter ces derniers à envisager, voire accélérer des cessions afin de générer des rendements pour leurs investisseurs, même si cela pourrait nécessiter d'accepter des concessions sur les niveaux de valorisations.

La liquidité du capital offerte par l'IPO ouvre de nouvelles perspectives de financement : elle permet la **rémunération des employés** qui ont attendu patiemment (souvent plus d'une décennie) avant de pouvoir exercer leurs options (BSPCE, stock-options, etc.). Elle facilite également le financement **d'acquisitions stratégiques** et permet d'utiliser les **actions comme collatéral** pour de l'endettement (particulièrement à une époque où les **CapEx R&D sont cruciaux**, notamment pour des projets liés à l'IA)

Être coté confère à l'entreprise un sceau de réputation et de visibilité, de par les exigences réglementaires et la transparence auxquelles elle se soumet, mais également la notoriété accrue auprès de ses clients, partenaires commerciaux et fournisseurs.

Privilégier la voie de la Bourse plutôt que le M&A permet aux fondateurs de rester plus souvent aux commandes alors qu'un rachat par un autre industriel peut être vu comme un moyen d'absorber l'innovation.

Pour des questions de valorisation, l'IPO est aussi la voie à privilégier. Une comparaison détaillée⁴ montre ainsi qu'en moyenne, en Europe, l'IPO présente **des multiples cash-on-cash deux fois supérieurs** à ceux des opérations **de M&A**. Cela s'explique par plusieurs raisons : une sortie M&A atteint généralement ses meilleurs multiples 4 à 10 ans après la création de l'entreprise, les acquéreurs préférant absorber des sociétés plus petites et moins perturbatrices. En revanche, l'IPO atteint ses meilleurs multiples entre 9 et 13 ans, reflétant souvent une longue préparation avant l'introduction en Bourse. Ce délai agit comme un **filtre rigoureux, ne laissant passer que les entreprises les plus solides**. Cela leur permet de renforcer leurs fondamentaux, prouver leur résilience, et maximiser leur valeur perçue par les investisseurs. A l'inverse, les acteurs du M&A, qu'ils soient européens ou américains, montrent souvent une réticence à payer le prix fort demandé par les investisseurs en capital-risque, particulièrement après la période de valorisation élevée de 2021. Les acheteurs potentiels estiment que les multiples doivent revenir à des niveaux plus normatifs, ce qui freine certaines opérations de M&A.

Les Etats-Unis sont un modèle à étudier

La comparaison avec les Etats-Unis est intéressante⁵ puisque l'on voit l'importance qu'y ont joué les fonds de capital-risque et développement, notamment si l'on compare le Top 10 des capitalisations boursières américaines vs. celles du reste du G7. Aux **Etats-Unis, ces champions sont récents** – date moyenne de création : 1946 – et **6/10 d'entre eux se sont développés grâce à l'injection de capitaux d'investisseurs early stage**.

Dans le reste du G7, on est loin de constater ce même renouvellement, cette émergence de champions du numérique : nos champions sont vieillissants – date moyenne de création : 1892 – et c'est pourquoi l'on ne constate qu'aucun d'entre eux n'a bénéficié de capitaux d'investisseurs. C'est bien là **le signe que l'Europe, pourtant berceau et encore aujourd'hui champion de la recherche fondamentale, n'arrive pas à renouveler ses champions alors que les Etats-Unis y parviennent très bien, notamment grâce aux investisseurs early stage**. Et pourtant, les entrepreneurs sont là, mais ils préfèrent le plus souvent créer leur entreprise à l'étranger ou la délocaliser en cours de vie sociale, pour les raisons évoquées ci-dessus. Une comparaison plus détaillée entre les écosystèmes américain et européen sera réalisée en 2^{ème} partie de ce rapport.

L'écosystème français a toutes les qualités pour être compétitifs au niveau mondial. Les éléments sont présents : les talents, l'esprit entrepreneurial, des investisseurs aguerris, les technologies et les idées. Mais des **freins au moment des dernières phases de développement** pénalisent tout l'écosystème qui a pourtant toutes les clés pour réussir.

⁴ Analyse détaillée dans la 2^{ème} partie de ce rapport

⁵ A la date du 8 juin 2024, Top 10 États-Unis : Meta, NVIDIA, Alphabet, Microsoft, Apple, Amazon, Broadcom, JPMorgan Chase & Co., Lilly et Berkshire Hathaway (les 6 premières ayant été soutenues par des fonds de capital-risque et développement) ; Top 10 Reste du G7 : SAP, AstraZeneca, L'Oréal, TotalEnergies, Shell, The Linde Group, LVMH, HSBC, Hermès et RBC.

Il est essentiel de surmonter ces obstacles, car **faciliter la cotation en France permet d'enclencher un cercle vertueux** : plus d'entreprises sur la Bourse de Paris signifie plus d'emplois en France, plus d'employés bénéficiant de stock-options, et une possibilité de réinvestissement dans de nouvelles entreprises de la part des fonds de capital-risque.

En Europe, la Suède a par exemple su développer un marché financier profond

La Suède est un exemple sur ce sujet. En incitant les fonds de pension depuis les années 1980 à investir dans les marchés d'actions, suite à une **réforme introduisant une part de capitalisation en complément du système par répartition à cotisations définies**, le marché financier suédois est aujourd'hui 2,6x plus profond que ceux des autres pays européens :

- 16% des entreprises suédoises de plus de 250 salariés sont cotées (vs. 3% en France)
- Un volume d'introductions en Bourse depuis 2013 (501), qui dépasse les volumes cumulés d'introduction de Paris, Francfort, Amsterdam et Madrid⁶

C'est ce système de retraite par capitalisation qui a permis l'essor de ces fonds de pension investisseurs en actions, contrairement à la plupart des pays européens, où ceux-ci préfèrent des placements en rentes liquides, protégés de l'inflation par des avantages fiscaux.

⁶ "How Sweden's stock market became the envy of Europe", *Financial Times*, 18 Avril 2024

DES IPO EN EUROPE ET EN FRANCE ENCORE A DEVELOPPER

Les valorisations d'IPO européennes sont plus favorables, mais plus sélectives qu'aux US

Contrairement aux idées reçues, **l'Europe offre des métriques positives en matières d'IPO**, telles qu'une valorisation attractive. C'est une opportunité à exploiter pour les entreprises technologiques, avec un cadre réglementaire et des incitations fiscales favorables.

En Europe, la **situation est bien différente qu'aux Etats-Unis** en raison d'une **liquidité limitée et d'une sélectivité accrue pour accéder aux marchés boursiers**. Seules les entreprises les plus performantes peuvent espérer accéder à l'IPO en Europe. Les entreprises européennes attendent généralement plus longtemps avant de pouvoir entrer en Bourse, devant prouver la solidité de leur modèle économique ainsi que l'efficacité de leur exécution. Les investisseurs boursiers européens n'ont **pas les mêmes horizons d'investissement** que les cycles de développement des sociétés de la French Tech, notamment Deep Tech.

Seules les entreprises les plus performantes parviennent à franchir le filtre rigoureux de l'IPO : les **multiples de sortie des IPO européennes atteignent en moyenne 8,0x**, soit presque 2x plus que les multiples des opérations de M&A en moyenne 4,3x (multiples mesurés en cash-on-cash sur la période 2010-2023). Ce phénomène contraste également avec les **multiples d'IPO aux États-Unis, qui sont inférieurs, à 6,1x** (vs. 3,4x pour le M&A).

L'accès limité aux marchés boursiers européens est en partie dû à la **taille relativement restreinte des poches d'investissement**, qui se concentrent sur les meilleurs actifs. De plus, les **entreprises européennes éprouvent également des difficultés à trouver des investisseurs de référence qui peuvent faciliter et accélérer leur introduction en Bourse**. C'est donc face à ce manque de fonds et de soutien d'investisseurs, représentant un obstacle majeur, que certaines entreprises européennes se tournent vers les États-Unis, où la profondeur du marché et la diversité des investisseurs offrent davantage d'opportunités de sortie.

La sélectivité et rigueur des processus en Europe, combinées à un écosystème financier moins dynamique que celui des États-Unis, font de l'IPO **un défi majeur de l'écosystème de financement des entreprises privées**. Ces enjeux de sélectivité **privent l'accès à cette solution de financement** pour des entreprises plus innovante ou n'ayant pas encore atteint les seuils type. Cela est aussi accentué par l'attente des investisseurs européens, plus tournée vers des entreprises matures et, parfois, à l'encontre de sociétés technologiques et innovantes, comme nombre de nos licornes ou scale-ups de la French Tech.

En Europe, les investisseurs privilégient les sociétés matures et non-technologiques

Les marchés boursiers européens sont **dominés par des acteurs avec une faible composante tech**. Le récent rapport Draghi illustre d'ailleurs cela par l'opposition entre les GAFAM⁷ américains et les KOHL⁸ européens.

- D'un côté, les **GAFAM, leaders américains dans leurs secteurs technologiques respectifs**, (sans parler de leurs contreparties chinoises Baidu, Alibaba, Tencent et Xiaomi), auquel on pourrait rajouter **NVIDIA, l'acteur majeur de la transition vers l'IA** et l'une des plus grandes capitalisations boursières au monde.
- **De l'autre côté, les valeurs européennes majeures** sont le plus souvent des **marques de luxe**, comme Kering, Hermès, L'Oréal et LVMH, mais qui ne proposent pas d'innovations de rupture ou de souveraineté. D'autres sociétés européennes ont des capitalisations importantes telles que Novo Nordisk (groupe pharmaceutique danois), ASML (fabricant de machines de photolithographie pour l'industrie des semi-conducteurs basé aux Pays-Bas) ou encore SAP (éditeur allemand de logiciel de gestion d'entreprise).

Il y a une demande relativement faible en Europe de la part des investisseurs boursiers pour des valeurs tech, plus risquées que des sociétés industrielles ou de services. En France, la **composition de l'indice du CAC40** confirme le petit nombre de sociétés avec une composante tech (Dassault Systèmes, Capgemini, STMicro). Aussi ce manque d'appétit de la part des investisseurs pour la tech s'ajoute aux difficultés d'introduction en Bourse provenant de raisons macro-économiques.

⁷ GAFAM (Google, Amazon, Facebook, Apple, Microsoft)

⁸ KOHL (Kering, Hermès, L'Oréal, LVMH)

En France, le volume d'IPO dans le secteur de la tech est encore faible

Sur les 5 dernières années⁹, **67 IPO¹⁰** ont eu lieu sur la Bourse de Paris :

- 48 sur Euronext Growth
- 19 sur Euronext Paris

Malgré tout, encore **trop peu de ces IPO représentent des sociétés avec une forte dimension technologique** (seul 15 IPO ont eu lieu sur la période) :

- **8 IPO sur Euronext Paris :**
 - **Younited** (janvier 2025), société leader du crédit instantané
 - **Exosens** (juillet 2024), l'un des leaders mondiaux dans le design, la fabrication et la distribution de systèmes de détection à applications militaire et civile
 - **Planisware** (avril 2024), le développeur européen de logiciels de gestion de portefeuilles de projets
 - **Deezer** (juillet 2022), le leader français du streaming musical
 - **OVH** (octobre 2021), le leader européen du cloud computing, de l'hébergement web et des infrastructures Internet
 - **Exclusive Networks** (septembre 2021), le distributeur mondial de solutions de cybersécurité et de cloud
 - **Believe** (juin 2021), l'un des leaders mondiaux dans le développement d'artistes et labels musicaux
 - **Aramis** (juin 2021), le spécialiste de la vente en ligne de voitures d'occasion
- **7 IPO sur Euronext Growth :** dont par exemple BOA Concept, le spécialiste européen dans la conception et la fabrication de solutions modulaires et automatisées pour la logistique et l'intralogistique.

Dans une **définition plus large de la tech**, et en incluant les segments de la CleanTech, du Healthcare/BioTech ou de la DeepTech, 18 sociétés supplémentaires ont réalisé une IPO sur la période.

- **10 IPO sur le segment Healthcare/BioTech** (dont 6 sociétés sur Euronext Growth), avec deux catégories d'acteurs : la recherche fondamentale/découverte de médicaments (Aelis Farma, Maat Pharma, Medesis Pharma et Acticor Biotech, etc.) et les appareils médicaux de pointe (SMAIO et Affluent Medical notamment)
- **6 IPO sur le segment de la CleanTech** (dont 4 sociétés sur Euronext Growth). Les énergies renouvelables ont été particulièrement dynamiques (e.g. Lhyfe, HDF, Entech, Charwood Energy, Enogia).
- **2 IPO sur le segment DeepTech** (sur Euronext Growth) : Icape (fabricant de circuits intégrés) et NamR (mapping digital de l'environnement physique)

⁹ Analyse réalisée sur les introductions en Bourse sur les places de cotation Euronext Paris & Euronext Growth Paris (Access & Access+ ont été volontairement exclues du périmètre d'analyse) entre le 28 mai 2019 et le 22 janvier 2025.

¹⁰ Deezer est un cas particulier puisqu'en 2022 il rejoint le compartiment professionnel d'Euronext avant de rejoindre le compartiment classique en juillet 2024 ([Explication](#)). Nous avons décidé de l'inclure dans les IPO par souci de simplification.

Il y a un risque de voir le pipeline d'IPO d'entreprises française se délocaliser

La liste d'entreprises françaises en attente de rentrer en Bourse (ou de lever des capitaux supplémentaires) est longue. Il existe un **risque de voir ces sociétés se délocaliser, en particulier aux US**.

Des exemples historiques montrent ce **tropisme pour les Etats-Unis** au moment de s'introduire en Bourse. **Criteo en est l'exemple phare** : cette société française de l'AdTech, un pionner de l'industrie, qui a décidé en 2013 de se coter au Nasdaq de New York. Et même si l'écosystème européen s'est bien développé depuis 2013¹¹, le risque de délocalisation est toujours bien présent.

En 2016, **Talend**, spécialisé dans les solutions d'intégration de données, se cote aussi au Nasdaq. En 2021, la société retire du marché boursier américain pour accepter l'offre du fonds d'investissement californien Thoma Bravo qui la valorise avec une prime de 29 % par rapport au son dernier cours.

Plus largement en Europe, **Klarna**, le géant suédois du Buy Now Pay Later, et le britannique **Revolut**, la première néo-banque au monde en termes de valorisation, ont tous les deux annoncé au deuxième semestre 2024 vouloir s'introduire en Bourse aux Etats-Unis. **Ces deux entreprises qui révolutionnent le monde de la finance** en lui insufflant un renouveau tech **décident de focaliser leurs efforts sur le marché américain**, au détriment de l'Europe, et en assumant le risque d'une correction éventuelle de leur valorisation, quelque soit la place boursière (Américaine ou européenne).

Les marchés boursiers européens offrent de meilleures valorisations aux Small & Mid Caps européennes, en comparaison aux Etats-Unis

L'atout des marchés boursiers américains est souvent surestimés par les entreprises européennes. Par exemple, sur le **segment <1 Md\$ de capitalisation boursière**, **les marchés boursiers européens offrent aux entreprises européennes de meilleures valorisations** (multiples EV/EBITDA) que les marchés boursiers américains : en moyenne c'est un **écart de 1.3x l'EV/EBITDA** en termes de valorisation, ce qui est loin d'être négligeable.

Les entreprises ayant réalisé leur IPO en Europe affichent, en moyenne, des performances boursières supérieures 1 an après leur IPO par rapport aux entreprises européennes cotées aux Etats-Unis : en moyenne, la performance à 1 an sur Euronext est de +7%, quand les performances sur les marchés boursiers américains (Nasdaq et NYSE) sont de -17%. Enfin, la vélocité, indicateur de liquidité, est comparable pour les mid-caps des deux côtés de l'atlantique, rapportée au flottant.

Comme le montre notre échantillon statistique présenté dans notre analyse comparative avec les Etats-Unis, il n'en reste pas moins qu'environ **30% des entreprises européennes s'introduisent en Bourse aux Etats-Unis**.

¹¹ *State of European Tech 2024* by Atomico, fonds d'investissement en capital-développement britannique ([Lien](#)) : en 2013, c'était ~7 Mds\$ d'investis en Europe sur l'année, contre ~50Mds\$, une année jugée normative

Comparaison détaillée des exits entre Etats-Unis et Europe

Messages clés & méthodologie

Cette analyse vise à **comparer les exits entre les États-Unis et l'Europe** afin de nourrir la réflexion concernant l'identification de mesures d'amélioration. De cette recherche, se sont dégagés différents éléments résumés ci-dessous.

Il y a un **pipeline important de sociétés européennes** (137 entreprises pour un montant cumulé de ~430 Mds€) ayant le **potentiel de réaliser une IPO**. En Europe, les **IPO présentent des multiples cash-on-cash deux fois supérieurs** à ceux des opérations de **M&A**. Cela peut s'expliquer par une sélection plus rigoureuse des entreprises accédant à la Bourse, garantissant ainsi une qualité élevée des actifs cotés. Le marché européen montre une **appétence plus grande pour des actions secondaires lors de l'IPO jusqu'à 2x plus que sur le marché américain**, renforçant la liquidité offerte par cette sortie. Par ailleurs, les entreprises européennes ayant une capitalisation inférieure à 1 Md€ bénéficient de **multiples EV/EBITDA plus favorables en Europe**. En outre, les entreprises cotées en Europe **surperforment sur le long terme**, notamment grâce à une préparation rigoureuse avant l'introduction en Bourse, qui agit comme un filtre ne laissant passer que les entreprises les plus solides. Les **frais d'IPO en Europe sont généralement inférieurs** à ceux des États-Unis, facilitant l'accès aux marchés cotés.

Méthodologie pour les marchés privés

La méthode de travail repose sur l'analyse de données propriétaires de 145 fonds d'investissement (avec une forte composante tech) en Europe et aux États-Unis, couvrant les sorties (M&A ou IPO) des entreprises dans leurs portefeuilles sur une période de 2010 à 2023, représentant 1041 opérations de sortie. Ces 1041 opérations représentent un échantillon d'opérations de M&A et d'IPO réalisées par des entreprises européennes et américaine. Une entreprise européenne est définie comme toute société dont le siège social est situé dans un pays de l'Union Européenne, ainsi que dans les pays suivants : Royaume-Uni, Israël, Turquie, Suisse, Norvège et Islande. Les entreprises américaines sont celles basées aux États-Unis. L'étude se concentre uniquement sur les sorties M&A et IPO dans ces régions, excluant les investissements radiés (« write-off »). Les multiples cash-on-cash, utilisés pour cette analyse, sont basés sur le rapport de l'argent rendu sur l'argent investi par le fonds d'investissement.

Méthodologie pour les marchés cotés

Les analyses portant sur les IPO européennes ont été effectuées en utilisant les données de Dealogic et Pitchbook pour identifier les introductions en Bourse sur les marchés américain et européen. L'échantillon inclut les IPO européennes réalisées aux États-Unis entre 2018 et 2023, avec une valeur d'opération supérieure à 5 m€, en excluant les SPAC et les IPO provenant de la Turquie et de la Russie. Sont considérées comme IPO européennes & IPO en Europe, toutes les IPO effectuées sur Euronext.

1. Un grand nombre de sociétés européennes prêtes à être introduites en Bourse

Les entreprises détenues par les fonds de Private Equity ont besoin de lever de nouveaux capitaux pour financer leur croissance et l'IPO pourrait constituer une option viable pour toutes les parties prenantes. Afin de permettre aux fonds de mieux appréhender les exits via l'IPO, un renforcement des liens entre les écosystèmes non cotés et cotés serait souhaitable.

Deux exemples récents démontrent que l'IPO peut permettre aux fonds de Private Equity d'effectuer des exits avec une valorisation attractive voire supérieure à ce qui pourrait être obtenu dans le non coté :

- L'exit partiel puis total du fonds Ardian du capital de la société Planisware entre avril et septembre 2024
- L'exit partiel du fonds HLD du capital de la société Exosens en juin 2024

Il y a actuellement un pipeline de **137 entreprises européennes** (pour un montant cumulé de ~430 Mds€) ayant le potentiel de réaliser une IPO. Celles-ci consistent en des entreprises privées ayant leur siège en Europe, avec une valorisation supérieure à 1 Md\$.

Pipeline de ~140 entreprises européennes en attente d'IPO, représentant ~430 Mds€

/ NON-EXHAUSTIF



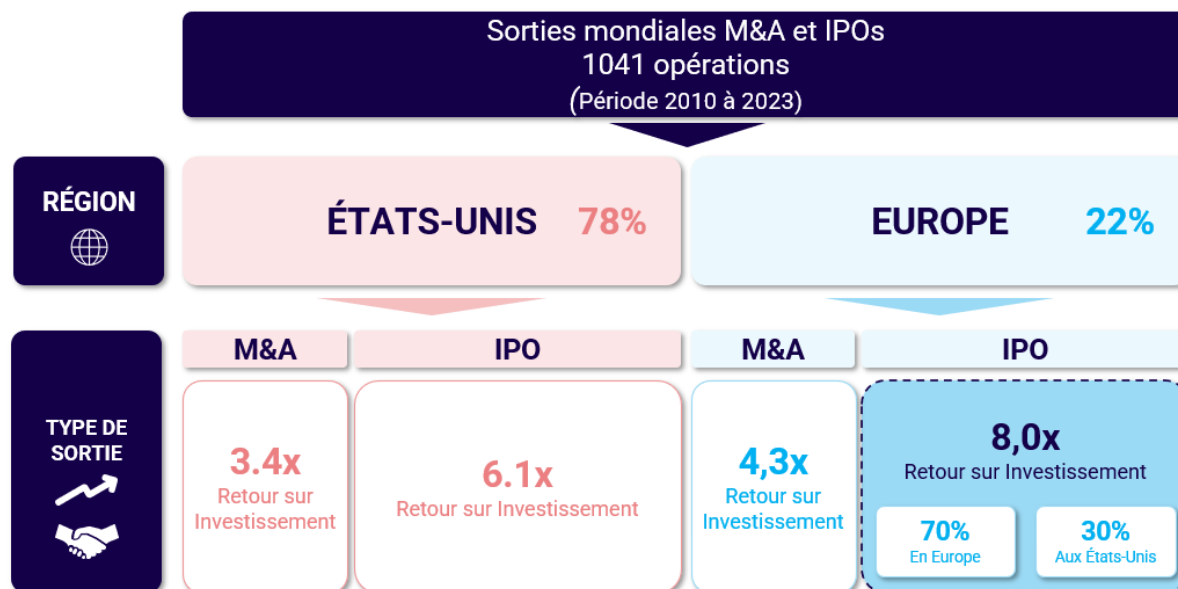
Le pipeline d'entreprises européennes prêtes à être introduites en Bourse peut se segmenter selon la maturité :

- **Entreprises créées il y a plus de 10 ans** : il s'agit de 85 entreprises considérées comme les plus prêtes à entrer en Bourse grâce à leur développement et solidité sur le marché. Celles-ci représentent une valorisation totale de ~275 Mds€ (représentant ~65% du pipeline européen). Des exemples notables incluent Doctolib et BackMarket, qui illustrent le potentiel de ces sociétés dynamiques
- **Entreprises créées il y a moins de 10 ans** (52 entreprises, représentant ~155 Mds€)
 - **Dont entre 5 à 10 ans** : valorisation totale de ~140 Mds€ (1/3 du pipeline européen). Elles incluent un total de 47 entreprises dont des acteurs tels que Revolut ou Qonto
 - **Dont il y a moins de 5 ans** (faible potentiel d'IPO à court terme) : 5 entreprises à forte croissance, notamment dans le domaine de l'IA, telles que Mistral AI et Poolside

En résumé, il est clair qu'un **nombre important d'entreprises sont prêtes à franchir le pas de l'IPO**. A titre de comparaison, ce nombre représente plus de deux fois le volume d'introduction en Bourse à Paris sur les 5 dernières années. La nécessité de lancer ces IPO devient urgente, car le nombre d'entreprises s'accumule. Ces introductions en Bourse sont essentielles pour diversifier les sources de capitaux de ces sociétés, lever des fonds et créer de la liquidité aux investisseurs privés existants. **Faciliter l'accès aux IPO permettrait à ces entreprises de se coter en Europe**, ce qui renforcerait le marché européen et réduirait le risque de leur transfert vers d'autres régions, notamment aux États-Unis. Cela contribuerait non seulement au soutien de l'économie locale, mais aussi à la consolidation de l'Europe en tant que hub technologique majeur.

2. Des multiples cash-on-cash des sorties IPO deux fois supérieurs à ceux du M&A

L'analyse ci-dessous montre la répartition d'un large échantillon de sorties d'entreprises au niveau mondial, en distinguant i) la **géographie** (États-Unis ou Europe) et ii) les **types de sorties** (M&A ou IPO) dans ces deux régions. Les multiples moyens de sortie (ou retour sur investissement), mesurés en cash-on-cash, sont précisés pour chaque type d'opération. Les IPO en Europe sont divisées en deux sous-catégories : celles des entreprises européennes sur les marchés européens et celles réalisées sur les marchés américains.



Note: Données propriétaires sur les exits de 145 fonds d'investissement évoluant dans le marché privé sur la période 2010-2023

Cette analyse met en évidence le fait que **les IPO offrent des multiples de sortie supérieurs à ceux des opérations de M&A**, tant en Europe qu'aux États-Unis. En Europe, l'IPO se distingue particulièrement avec un multiple moyen de 8x, soit deux fois supérieur à celui des M&A, qui est de 4,3x. En comparaison, le multiple de sortie des IPO aux États-Unis s'élève à 6,1x.

Marché américain

Aux États-Unis, la profondeur du marché des capitaux est un facteur déterminant pour les sorties d'entreprises, qu'il s'agisse d'IPO ou de M&A. Environ 78 % des sorties d'entreprises au niveau mondial de cet échantillon se font aux États-Unis, un chiffre qui témoigne de l'activité intense sur ce marché. Cette dynamique s'explique par un **volume d'opérations supérieur, une plus grande liquidité, et un recyclage des capitaux plus rapide par rapport à l'Europe**. Cette abondance de capitaux disponibles permet aux investisseurs de soutenir une diversité d'actifs plus large, et offre aux entreprises un environnement propice pour des sorties réussies, qu'il s'agisse d'IPO ou de M&A.

De plus, l'un des principaux avantages des États-Unis réside dans la richesse des comparables disponibles sur le marché. En effet le standard d'analyse financière est de se référer aux multiples auxquels sont valorisés les concurrents déjà cotés, afin de déterminer au mieux la valorisation du nouveau candidat à l'IPO. Cependant, dans le cas d'industries émergentes (ce qui est fréquent dans l'industrie tech), il est parfois rare d'avoir ces concurrents déjà cotés, ce qui crée de l'incertitude et peut nuire au succès d'une IPO. A cet égard, comme **les États-Unis bénéficient d'un nombre de comparables supérieur**, cela crée un effet d'entraînement : il y a presque toujours un concurrent déjà coté ou, à défaut, un géant de la tech qui a déjà lancé une unité sur cette nouvelle verticale, ce qui fournit une référence de valorisation pour les nouveaux entrants, éliminant ainsi l'incertitude et permettant l'obtention d'une **valorisation plus élevée et/ou facilitant l'IPO**.

La présence d'**analystes spécialisés** (Equity Research), bien plus nombreux aux États-Unis qu'en Europe, joue un **rôle crucial en guidant les investisseurs** dans leur choix et évaluation des entreprises. En résumé, **ce soutien analytique joue un rôle essentiel en renforçant la confiance des investisseurs, en réduisant les incertitudes liées aux valorisations et en augmentant l'attractivité**.

Enfin, le tropisme des investisseurs américains pour leur marché domestique influence également le choix de la place de cotation. **Les actionnaires d'une start-up américaine ou avec une forte présence d'actionnaires américains privilégieront naturellement une cotation aux États-Unis**, sauf en cas de raisons majeures contraires. Cette préférence s'explique par leur meilleure connaissance du marché américain : ils sont plus familiers avec les lois et la fiscalité locale, possèdent une expérience plus approfondie du fonctionnement du marché, et entretiennent des relations établies avec les investisseurs et intermédiaires locaux.

Marché européen

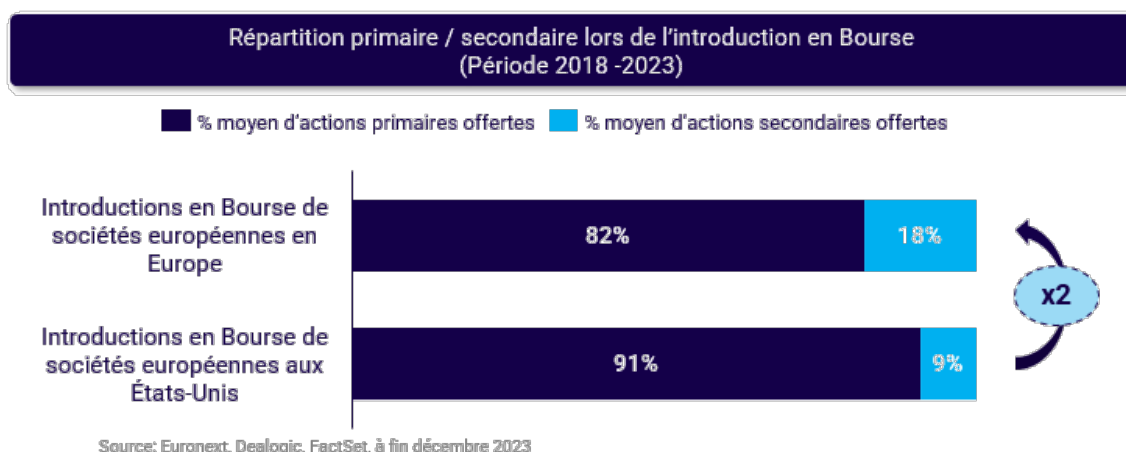
En Europe, la situation est bien différente en raison de la sélectivité accrue pour accéder aux marchés boursiers : **seules les entreprises les plus performantes peuvent espérer accéder à l'IPO**. Les entreprises européennes attendent généralement plus longtemps avant de pouvoir entrer en Bourse, devant prouver la solidité de leur modèle économique ainsi que l'efficacité de leur exécution. Seules les entreprises les plus performantes parviennent à franchir le filtre rigoureux de l'IPO. Cela se reflète dans les multiples de sortie élevés des IPO européennes, qui atteignent en moyenne 8x, soit presque deux fois plus que les multiples des opérations de M&A. Ce phénomène contraste également avec les multiples d'IPO aux États-Unis, qui sont inférieurs, à 6,1x. L'accès limité aux marchés boursiers européens est en partie dû à **la taille relativement restreinte des poches d'investissement**, qui se concentrent sur les meilleurs actifs. De plus, les **entreprises européennes éprouvent également des difficultés à trouver des investisseurs de référence qui peuvent faciliter et accélérer leur introduction en Bourse**. C'est donc face à ce manque de fonds et de soutien d'investisseurs, représentant un obstacle majeur, que certaines entreprises européennes se tournent vers les États-Unis, où la profondeur du marché et la diversité des investisseurs offrent davantage d'opportunités de sortie. C'est cette réalité qui explique donc que **parmi les entreprises européennes qui décident de s'introduire en Bourse, une bonne partie d'entre elles (30% en volume) décident de le faire aux États-Unis**.

Nous évoquions la qualité et l'ubiquité des analystes en **Equity Research** aux États-Unis. Les différents hedge fund managers français avec lesquels ce comité a pu échanger ont témoigné de **la qualité de l'Equity Research en France** (et même des capacités de Relations Investisseurs & Communication Financière des entreprises au moment de leur introductions en Bourse, même pour les plus petites d'entre elles). Quelques noms sont souvent revenus dans nos discussions, dont BNP Paribas, Kepler Cheuvreux, Oddo BHF, ou encore Bryan Garnier, notamment pour ses dossiers thématiques, pour ne citer qu'eux. Ils sont certes **peu nombreux mais toujours de qualité**. Toutefois, les managers internationaux ont évoqué **l'absence de noms plus internationaux qui sont souvent gages de confiance pour des investisseurs internationaux**, peut-être moins érudits sur le sujet, comme des fonds de pension ou des assureurs. **Leur présence pourrait ainsi attirer plus de capitaux étrangers sur les marchés européens**.

En conclusion, **la sélectivité et la rigueur des processus en Europe, combinées à un écosystème financier moins dynamique que celui des États-Unis, font de l'IPO un défi majeur de l'écosystème de financement des entreprises privées, sous peine de voir les meilleurs éléments européens s'exiler aux États-Unis**.

3. Une appétence plus grande pour des actions secondaires lors d'IPO en Europe

L'analyse ci-dessous présente la **répartition des actions primaires et secondaires lors des introductions en Bourse** de sociétés européennes sur la période 2018-2023. Il montre qu'en Europe, 18 % des actions vendues lors d'une IPO proviennent du secondaire, soit deux fois plus que les 9 % observés pour les entreprises européennes s'introduisant en Bourse aux États-Unis. Cela met en évidence une plus grande liquidité des actions secondaires au moment de l'IPO en Europe par rapport aux États-Unis.



Le graphique illustre qu'il y a en moyenne plus de ventes secondaires d'actions lors des IPO en Europe qu'aux États-Unis. En effet, historiquement, 18 % des actions vendues lors d'IPO de sociétés européennes en Europe proviennent du marché secondaire, contre seulement 9 % pour les entreprises européennes cotées aux États-Unis. Cette différence souligne une **plus grande liquidité des actions secondaires en Europe**, offrant ainsi plus de flexibilité pour les parties prenantes (fondateurs et investisseurs) souhaitant céder une partie de leurs actions.

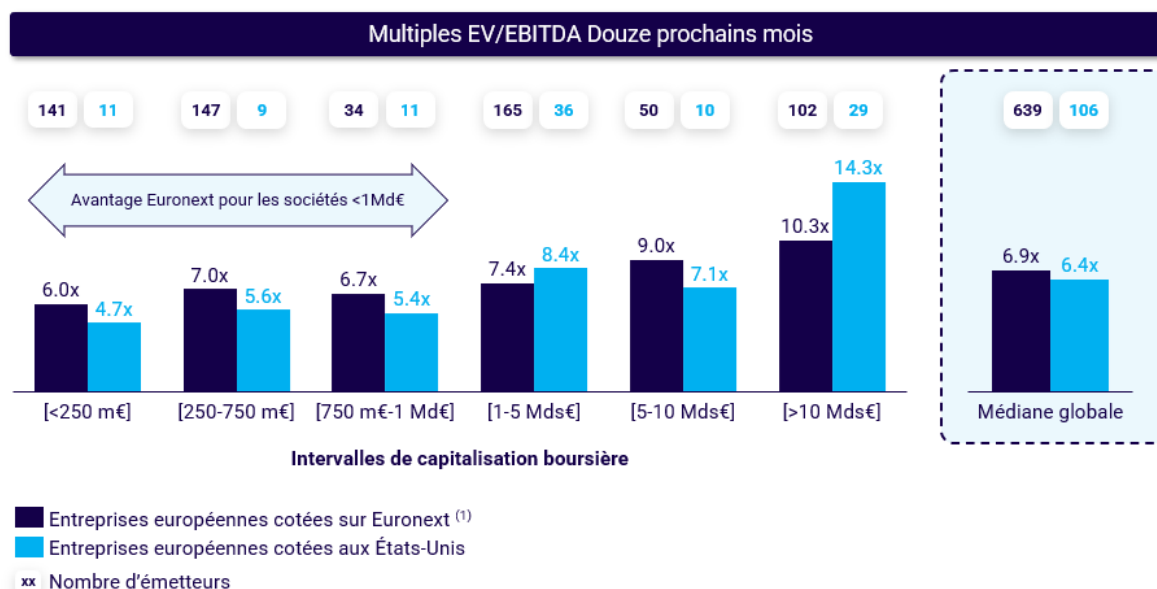
Souvent confrontés à des difficultés pour vendre leurs actions pendant la vie non-cotée de l'entreprise, les fondateurs peuvent saisir l'occasion de l'IPO pour concrétiser une partie du fruit de leur travail, tout en conservant le plus souvent une majorité de leurs actions, leur garantissant ainsi des droits politiques, et démontrant par la même leur confiance dans l'avenir de l'entreprise, surtout s'ils en sont encore les dirigeants.

Les investisseurs, quant à eux, concrétisent progressivement leur retour sur investissement, en évitant de « saturer » le marché, ce qui pourrait réduire marginalement leur rendement.

Pour autant, le marché américain est bien plus liquide que les différents marchés européens notamment grâce à la forte présence des investisseurs retails et à l'activité du marché des dérivés (options sur des actions comme des buy & put options ou autres produits dont le sous-jacent est une action ordinaire), en tous cas pour les blue-chips. Le marché des dérivés fait vivre le marché du secondaire par un effet mécanique : acheter un dérivé oblige à au moins 2 mouvements sur une action ordinaire. Les marchés européens de dérivés existent mais sont peu développés : en témoigne la différence entre les options américaines (avec une période d'exercice tout le long de la vie de l'option) et européennes (un jour d'exercice à la fin de la vie de l'option). Développer ce marché pourrait augmenter la liquidité des marchés européens et donc soutenir la performance des différents émetteurs. Attirer des acteurs étrangers est encore une fois une solution envisagée.

4. Des multiples de valorisation plus élevés en Europe pour les entreprises <1 Md€ de capitalisation boursière

Six groupes de capitalisation boursière ont été identifiés pour comparer les multiples EV/EBITDA des entreprises européennes cotées sur Euronext (total de 639 entreprises) à celles cotées aux États-Unis (total de 106 entreprises). Le graphique ci-dessous illustre ces multiples, permettant d'observer les **différences de valorisation entre les deux marchés pour chaque tranche de capitalisation**, allant de 250 m€ à plus de 10 Mds€.



Note (1): Euronext gère les bourses de Paris, Amsterdam, Bruxelles, Milan, Lisbonne, Dublin et Oslo à fin décembre 2023
Source: Euronext, Dealogic, FactSet, à fin décembre 2023

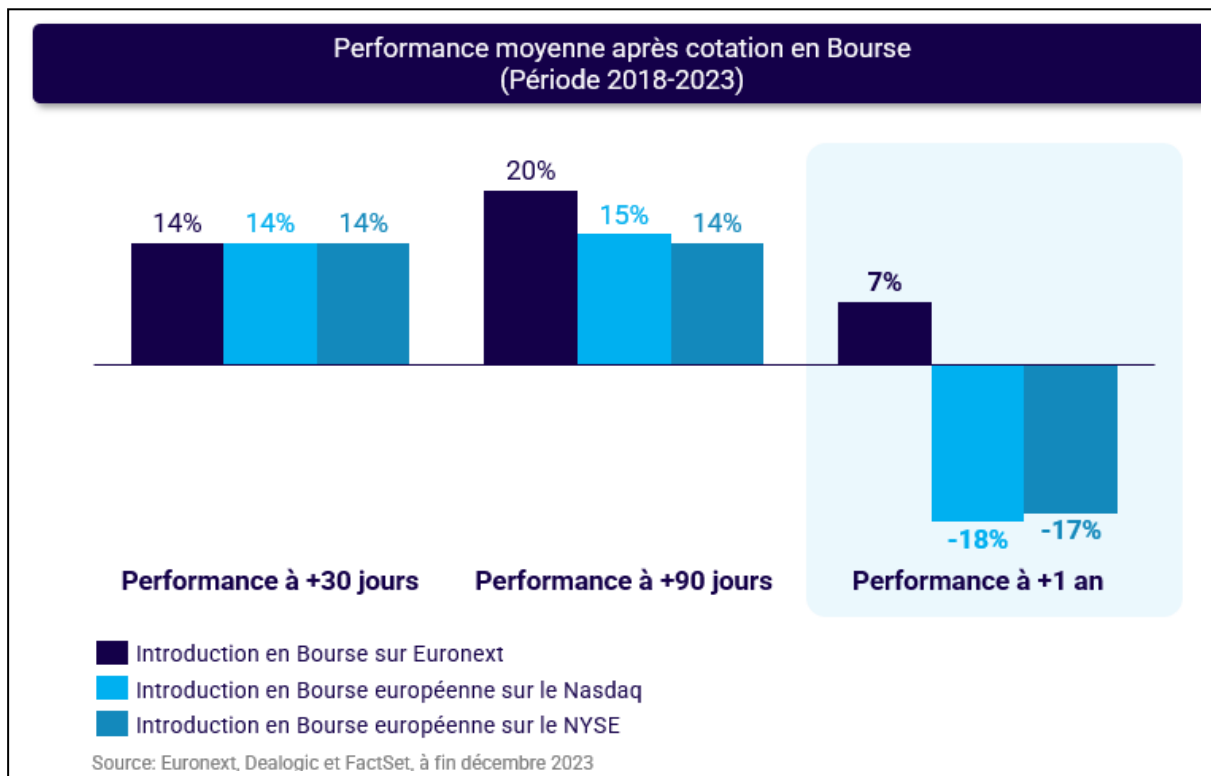
Cette analyse de multiples révèle qu'à date, les **entreprises de petite capitalisation cotées sur Euronext bénéficient de meilleures valorisations** par rapport à leurs homologues cotés aux États-Unis.

En effet, les tranches de **capitalisation inférieures à 1 Md€** (<250 m€, 250-750 m€ et 750 m€-1 Md€) affichent des multiples significativement supérieurs pour les entreprises cotées sur Euronext, ce qui montre un fort avantage compétitif pour les petites IPO sur Euronext.

En revanche, à partir d'une **capitalisation supérieure à 1 Md€**, cet avantage s'inverse. Les multiples EV/EBITDA deviennent plus favorables pour les entreprises cotées aux États-Unis, notamment pour les très grandes entreprises (capitalisation supérieure à 10 Mds€), où les valorisations surpassent nettement celles obtenues en Europe. Cela semble indiquer que, si Euronext est le marché de choix pour maximiser les valorisations <1 Md€, les grandes capitalisations trouvent un environnement plus favorable sur les marchés boursiers américains.

5. Des entreprises cotées en Europe affichant de meilleures performances à +1 an

S'il convient de s'intéresser à la performance réalisée par les entreprises le jour de l'introduction en Bourse, la performance post-IPO est tout aussi importante. Ce graphique montre la performance moyenne des entreprises après leur introduction, selon leur lieu de cotation, sur la période 2018-2023. Il compare les résultats 30 jours, 90 jours, et un an après l'IPO, en distinguant les entreprises cotées sur Euronext, le Nasdaq et le NYSE.



Les analyses révèlent que, **à court terme, les entreprises européennes enregistrent des performances similaires, qu'elles soient cotées aux États-Unis ou en Europe**, avec une hausse moyenne de 14 % dans les 30 premiers jours et des variations comprises entre 14 % et 20 % à 90 jours.

Cependant, à plus d'un an après l'IPO, une différence significative émerge : **un an après l'IPO, les entreprises cotées sur Euronext affichent une performance positive de 7 %**, tandis que celles cotées aux États-Unis subissent une baisse de 17 % à 18 %. Cette performance est non-négligeable pour plusieurs raisons : elle est évidemment capitale pour attirer de nouveaux investisseurs (dont l'acteur dit « de référence »), elle est capitale pour récompenser les fondateurs ayant fait le pari de continuer à s'investir dans l'entreprise même cotée - en détenant des parts et en s'impliquant dans la vie sociale de l'entreprise que ce soit en tant que dirigeant ou même en tant qu'actionnaire/administrateur (ce raisonnement tient aussi pour les autres employés de l'entreprise) - et elle est primordiale notamment concernant la capacité nouvelle de financement.

Annexes

INITIATIVES DE FRANCE DIGITALE

France Digitale a mené récemment deux projets afin de soutenir les entreprises européennes qui se sentent obligées de s'exporter aux Etats-Unis afin d'y trouver les ressorts de croissance que l'Union européenne n'arrive pas à leur fournir aujourd'hui. (Les développements ci-dessous sont des résumés. Vous trouverez les documents complets à la suite des résumés).

Résumé de la lettre ouverte “Europe needs to keep its best Tech IPOs at Home”

France Digitale, Startup Verband, le European Startup Network, ainsi que des places boursières européennes telles que Euronext, Deutsche Börse et la FESE (Fédération des Bourses de Valeurs Européennes), ont adressé en septembre 2024 une lettre ouverte aux décideurs européens afin de soutenir les introductions en bourse en Europe de ses entreprises technologiques.

Alors que de nombreuses scale-ups européennes atteignent une taille critique, l'enjeu est clair : retenir ces entreprises en Europe pour qu'elles contribuent à la création d'emplois, à l'innovation et à la souveraineté économique du continent. Cependant, le principal obstacle au développement de champions technologiques européens réside dans le manque de financements disponibles en Europe. Pour répondre à ces défis, il est impératif de finaliser l'Union des marchés de capitaux afin de créer des marchés financiers intégrés et compétitifs, et de dynamiser le marché boursier pour nos entreprises innovantes.

Afin de parfaire l'Union des marchés de capitaux, les signataires préconisent de :

- **Renforcer les investissements en amont du marché boursier en soutenant le capital-risque et capital-développement pour les startups en phase de croissance** : il est crucial de combler le manque de financement en incitant les fonds de capital-risque européens à accompagner les scale-ups dans leur phase de croissance.
- **Créer des incitations pour les investisseurs institutionnels à investir dans les entreprises européennes** : France Digitale plaide pour une plus grande participation des investisseurs institutionnels, tels que les gestionnaires d'actifs, les fonds de pension et les assureurs, actuellement sous-représentés en Europe par rapport aux écosystèmes américain et asiatique. Les investisseurs institutionnels devraient bénéficier de mesures incitatives pour investir dans les technologies et autres industries aux stades pré-IPO et post-IPO (fonds de transition). Sur le modèle d'initiatives nationales comme le programme Tibi en France ou le Wachstumsfonds en Allemagne, la lettre ouverte préconise la création d'un label paneuropéen pour les fonds de capital-risque de confiance et d'un fonds de fonds européen.
- **Réduire les coûts des transactions transfrontalières pour les investissements en actions** : il est demandé à l'Union européenne de réduire les obstacles fiscaux sur les transactions transfrontalières en actions financières, afin de diminuer les coûts de transaction et d'examiner l'harmonisation de la fiscalité des produits d'options, dans le but de soutenir la croissance et la participation des startups européennes.
- **Améliorer l'éducation financière des citoyens** : il est essentiel d'améliorer la culture financière des citoyens européens. Actuellement, 72 % des Européens n'investissent dans aucun produit financier et la majorité préfère éviter les investissements risqués. Les gouvernements européens, en collaboration avec les écosystèmes financiers locaux, doivent élaborer un discours convaincant autour des actions, renforçant ainsi la confiance dans les marchés financiers et incitant les citoyens à investir dans les technologies de demain. En outre, il est primordial que les décideurs européens veillent à ce que les incitations fiscales à l'épargne encouragent les investissements à long terme dans les actions, plutôt que les placements à faible risque.

Résumé de la proposition de France Digitale pour un 28e régime

L'Europe possède d'un des plus grands marchés au monde, avec 450 millions de consommateurs. Pourtant, comme l'ont révélé les récents rapports Letta et Draghi sur la compétitivité européenne, les entreprises de notre continent sont toujours confrontées à un problème majeur : l'impossibilité de passer à l'échelle au sein de l'Union européenne, malgré un prétendu marché unique.

Nos entreprises européennes restent ainsi des champions strictement nationaux, limités par des barrières réglementaires et administratives différentes chez chacun de leurs voisins. **En conséquence, nos scale-up européennes choisissent pour 70% d'entre elles de s'exporter en priorité aux Etats Unis.**

Pour développer davantage nos champions européens, **la Présidente de la Commission Ursula von der Leyen a annoncé en juillet la création du 28e régime**, un régime européen pour aider les jeunes entreprises innovantes à grandir sur le continent, comme préconisé par le rapport Letta.

Si l'idée du 28e régime n'est pas nouvelle, elle nécessite pour être adoptée, d'être attractive pour les entrepreneurs et les investisseurs. C'est pourquoi, **en collaboration avec les équipes de EU Inc. et une vingtaine d'associations de startups, scale-ups et investisseurs européens, France Digitale a publié et transmis aux autorités européennes en octobre dernier des propositions et demandes concrètes sur ce 28e régime.**

Ce nouveau statut juridique s'adresserait en pratique à toute entreprise ayant un siège social en Europe et ayant vocation à s'étendre au-delà de son marché national.

Les entreprises bénéficieraient d'un **socle de droits harmonisé au sein de l'Union européenne**. Par exemple : **l'unicité du statut juridique permettrait d'éviter la création d'une nouvelle entité juridique à chaque ouverture de bureaux** dans un nouvel Etat européen. Lors des opérations de levées de fonds, de dépôt de demande de subvention ou de réponse à un appel d'offre, il **permettrait d'éviter la traduction obligatoire de documents** dans chaque langue demandée ou encore la vérification obligatoire de la valeur juridique des documents par un notaire assermenté.

Ce statut offrirait aux entreprises qui l'adoptent un **socle de droits complémentaires**, pour **simplifier leur expansion européenne**. Par exemple, en donnant accès à un **régime de stock-options pour les employés qui soit harmonisé et simplifié à travers l'Union européenne**, facilitant l'**actionnariat salarial**, domaine où l'Europe est à la traîne face aux Etats-Unis. Ou encore en offrant l'accès à des standards européens harmonisés en **droit du travail**, à un **accès simplifié à la commande publique**, à des dérogations sur les règles d'aides d'Etat, à des règles de contractualisation plus avantageuses et à une **harmonisation globale des règles sectorielles**.