



MINISTÈRE
DE L'ÉCONOMIE,
DES FINANCES
ET DE LA SOUVERAINETÉ
INDUSTRIELLE ET NUMÉRIQUE

*Liberté
Égalité
Fraternité*

Évaluation de l'initiative Tibi

OCTOBRE 2025

Hippolyte d'ALBIS
Jean-Baptiste ROZIÈRES

Inspection générale
des finances

RAPPORT

N° 2025-E-049-03

ÉVALUATION DE L'INITIATIVE TIBI

Établi par

JEAN-BAPTISTE ROZIÈRES
Inspecteur des
finances

Sous la supervision de
HIPPOLYTE D'ALBIS
Inspecteur général
des finances

- OCTOBRE 2025 -

SYNTHÈSE

L'initiative Tibi est un dispositif visant à encourager le financement du secteur technologique par les investisseurs institutionnels français, et en particulier les compagnies d'assurance. Le principe est de leur demander de s'engager publiquement sur un montant d'investissement et de les associer à une procédure d'homologation de fonds spécialisés dans le financement par fonds propres des entreprises technologiques. Une fois homologués, les fonds sont éligibles aux engagements annoncés par les investisseurs partenaires. L'initiative est née d'un rapport, commandé en 2019 à Philippe Tibi par le ministre de l'Économie et des Finances, qui démontrait la faible disponibilité des capitaux français pour le financement de la phase d'accélération industrielle et commerciale des entreprises technologiques. L'initiative a été déployée en deux phases, lancées respectivement en septembre 2019 et en juin 2023, et est localisée à la direction générale du Trésor, qui en assure le secrétariat. Au 31 mars 2025, les 34 investisseurs participants avaient annoncé un cumul d'engagements dépassant 12,9 Md€ et homologué 144 fonds. L'initiative est remarquée à l'international et suscite de l'intérêt dans plusieurs capitales européennes.

L'initiative Tibi est une intervention publique de type « coup de pouce » qui vise à structurer le marché et à intéresser ses principaux acteurs à une classe d'actifs jugée insuffisamment financée. Elle repose sur l'idée que les investisseurs l'avaient trop largement délaissée, pour certains depuis la bulle technologique de la fin des années 1990. Le processus d'homologation, qui repose sur une séquence de parrainages et de présentations des fonds, est ainsi accompagné d'ateliers thématiques afin d'acculturer les investisseurs aux enjeux du secteur technologique. La décision finale d'investissement parmi les fonds homologués reste, évidemment, de leur seul ressort. L'initiative représente un coût direct pour les finances publiques pratiquement nul, mais s'inscrit néanmoins dans une logique interventionniste. Elle a été portée politiquement au plus haut niveau et a accompagné les demandes fortes que le pouvoir politique a adressées à l'ensemble des investisseurs institutionnels. Au final, plus de 40 % des engagements proviennent d'investisseurs publics ou d'entreprises à capitaux publics.

L'initiative Tibi s'inscrit, en outre, au sein d'un faisceau d'actions publiques en faveur de l'économie de la connaissance, de l'écosystème des entreprises technologiques et de leur financement. Elle complète l'action de la Banque publique d'investissement, ainsi que les différents engagements publics en faveur du secteur technologique déployés dans le cadre de plans d'investissement ou à l'échelle européenne dans les fonds dédiés. On ne peut, par conséquent, attribuer à l'initiative Tibi l'ensemble de la dynamique du secteur. La mission a évalué l'initiative en décomposant trois objectifs. Elle a cherché à caractériser son effet sur : 1) l'exposition des investisseurs institutionnels à la classe d'actifs ; 2) le renforcement de l'industrie des fonds spécialisés ; 3) le financement du secteur technologique.

Pour la première phase de l'initiative, les investisseurs s'étaient engagés pour un montant total de 6 Md€. Cette phase correspond à une période macroéconomique contrastée, marquée, à partir de 2021, par un relèvement des taux d'intérêt. Au moment du lancement de l'initiative, les investisseurs institutionnels, confrontés à la persistance de taux d'intérêt faibles, étaient à la recherche d'actifs à rendement. L'initiative a ainsi accompagné l'engouement mondial pour le capital-investissement, constaté notamment en 2021 et 2022. Bien qu'il soit trop tôt pour le dire, les achats ont peut-être été réalisés à des niveaux de valorisation élevés. Le marché s'est ensuite retourné, produisant une incitation au désengagement, notamment des actifs les plus liquides.

Rapport

La seconde phase de l'initiative a probablement empêché que la baisse ne soit trop marquée en France. Ce succès a été obtenu en ouvrant le cercle des investisseurs et en élargissant le spectre des fonds éligibles à l'homologation. La seconde phase a ainsi cumulé 6,9 Md€ d'engagements au 31 mars 2025, un niveau qui pourrait être réhaussé significativement d'ici la fin de l'année. Au total, l'encours d'actifs des compagnies d'assurance est caractérisé par une progression notable de la part des actions non cotées jusqu'au premier trimestre 2022, puis une stabilisation depuis.

À l'origine, l'initiative Tibi était destinée aux fonds cotés et aux fonds non cotés finançant des entreprises technologiques en phase de croissance, c'est-à-dire les entreprises ayant déjà réalisé plusieurs levées de fonds. Un des principaux objectifs était de constituer des fonds gérant des montants élevés, supérieurs à 500 M€, voire 1 Md€, afin d'attirer des investisseurs internationaux, et en particulier des fonds souverains. La seconde phase, ouverte aux fonds d'amorçage ou de capital-risque, a créé un certain engorgement, se traduisant par un ralentissement de la procédure d'homologation. Au 31 mars 2025, parmi les 144 fonds homologués, seuls 68 étaient des fonds non cotés sur le segment du capital-développement.

Néanmoins, on constate un très fort accroissement des capitaux levés par les fonds réalisant du capital-investissement dans le secteur technologique depuis 2020. Les fonds homologués par l'initiative Tibi, qui ont levé plus de 7 Md€, ont ainsi représenté près de 45 % de l'ensemble des levées en capital-développement. Le nombre de fonds gérant des montants élevés a également augmenté, à l'exception des fonds de plus de 1 Md€, qui restent à ce jour très rares. Dans son principe, l'initiative Tibi vise à accroître le nombre et la taille des fonds en favorisant la concurrence entre les sociétés de gestion. Il est possible qu'elle ait permis l'arrivée d'acteurs qui ne réussiraient pas leur levée, mais on constate que les fonds successeurs de fonds homologués ont levé davantage que leurs prédécesseurs.

Depuis 2021, les montants investis par des fonds non cotés dans les entreprises technologiques françaises ont très sensiblement augmenté. En moyenne annuelle, ces dernières ont bénéficié de 5,2 Md€ d'investissements sur la période 2019-2024, contre 1,6 Md€ sur la période 2011-2018, une augmentation bien plus forte que celle constatée en Allemagne, par exemple. Les fonds homologués par l'initiative Tibi ont représenté près de la moitié des investissements réalisés par des fonds français et plus du quart des levées totales réalisées par les 47 licornes dans lesquelles ils ont investi. En revanche, les fonds cotés homologués n'ont investi qu'une très faible part de leurs actifs sous gestion dans les entreprises françaises.

Au vu de ces résultats, la mission recommande la poursuite de l'initiative et la préparation d'une troisième phase, qui pourrait débuter début 2027. Les phases précédentes ayant indéniablement participé au développement des fonds français et au financement des entreprises du secteur technologique, il est important de consolider ces acquis et de les dépasser. La mission recommande néanmoins de recentrer l'initiative sur les fonds de capital-développement et de privilégier ceux dont une partie des investissements est destinée aux entreprises de technologie profonde. Elle recommande également de susciter le déploiement d'initiatives similaires dans d'autres pays européens, en suggérant pour ce faire un portage politique de haut niveau.

SOMMAIRE

INTRODUCTION.....	1
1. DEPUIS 2020 LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ONT DAVANTAGE INVESTI DANS DES FONDS DE <i>PRIVATE EQUITY</i> DU SECTEUR TECHNOLOGIQUE, ENCOURAGÉS EN PARTIE PAR L'INITIATIVE TIBI	3
1.1. La contribution des investisseurs institutionnels « Tibi » représente un investissement de 9,1 Md€ dans des fonds non cotés, tandis que les investisseurs publics assurent près de 40 % du soutien à l'initiative.....	3
1.1.1. <i>Les investisseurs institutionnels « Tibi » ont souscrit 9,1 Md€ dans 116 fonds non cotés et 82 % de ces montants investis ont soutenus des fonds de taille supérieure à 200 M€</i>	<i>3</i>
1.1.2. <i>Les investisseurs publics représentent près de 40 % du soutien à l'initiative Tibi.....</i>	<i>4</i>
1.2. Le contexte de remontée des taux n'a pas entraîné un repli significatif des investissements dans les fonds non cotés	5
1.2.1. <i>Lancée en 2020, l'initiative s'est déployée dans le contexte de la remontée des taux de 2022 conduisant à une réduction de l'exposition des assureurs aux actions cotées.....</i>	<i>5</i>
1.2.2. <i>Alors que les assureurs ont réduit leurs investissements d'une part de leur encours d'actions cotées, leurs investissements dans les actions non cotées se sont poursuivis sur la même période.....</i>	<i>9</i>
2. DEPUIS 2020, L'INITIATIVE TIBI A ACCOMPAGNÉ L'ESSOR DES FONDS TECHNOLOGIQUES ET DU SEGMENT <i>GROWTH</i>, FACILITANT L'ACCÈS À DES OPÉRATIONS PLUS IMPORTANTES, CEPENDANT L'OBJECTIF INITIAL N'A PAS ENCORE ÉTÉ ATTEINT, EN PARTICULIER S'AGISSANT DU NOMBRE DE FONDS « MILLIARDAIRES »	11
2.1. Depuis 2020, l'écosystème français de financement des fonds technologiques s'est renforcé.....	12
2.1.1. <i>Sur la période considérée, la place de Paris s'est renforcée sur le segment du private equity</i>	<i>12</i>
2.1.2. <i>Les levés de fonds se sont poursuivis en France après le ralentissement de 2022</i>	<i>13</i>
2.2. Depuis le lancement de l'initiative, la part du segment <i>growth</i> dans les levées a été multiplié par 10, sans pour autant se traduire par une augmentation significative des tailles de véhicules, la France ne comptant que deux fonds de plus d'1 Md€ en 2024 (contre un en 2021)	14
2.2.1. <i>Les fonds successeurs des fonds homologués Tibi ont réalisés de meilleures levées de fonds auprès des investisseurs institutionnels que leurs véhicules d'investissements initiaux.....</i>	<i>15</i>
2.2.2. <i>Le part du growth dans les levés de private equity est croissante depuis le lancement de l'initiative.....</i>	<i>16</i>
2.2.3. <i>Si le nombre de fonds de growth a augmenté, la France compte seulement deux fonds caractérisés par une levée de capital supérieure à 1 Md€ en 2024, contre un seul en 2021</i>	<i>17</i>

2.3. Les rendements des fonds Tibi ne peut pas encore être appréciée, leur performance demeurant pour l'essentiel non réalisé à ce jour	19
2.4. Les fonds cotés homologués ont peu investi en France alors que le nombre d'introduction en bourse diminue depuis 2022.....	20
3. DEPUIS DE DÉBUT DE L'INITIATIVE TIBI, LES INVESTISSEMENTS DANS LES ENTREPRISES TECHNOLOGIQUES EN FRANCE ONT AUGMENTÉ, RENFORÇANT LE DÉVELOPPEMENT DES ENTREPRISES TECHNOLOGIQUES	22
3.1. Depuis 2020, les montants investis dans les entreprises technologiques ont sensiblement augmenté par rapport à la période précédente	22
3.1.1. <i>Le lancement de l'initiative Tibi est corrélé à un effort d'investissement dans les entreprises technologique en France.....</i>	<i>22</i>
3.1.2. <i>La répartition des investissements des fonds de private equity en France s'est trouvée modifiée depuis le lancement de l'initiative Tibi, au profit des secteurs technologiques.....</i>	<i>24</i>
3.2. Au cours des dernières années les entreprises technologiques se sont renforcées	26
3.2.1. <i>Les entreprises technologiques ont vu leur taux de survie s'améliorer depuis 2019</i>	<i>26</i>
3.2.2. <i>L'initiative Tibi a permis de soutenir l'investissement dans des licornes françaises.....</i>	<i>26</i>
4. LA MISSION RECOMMANDE LA POURSUITE DE L'INITIATIVE ET L'ACCOMPAGNEMENT DE SA DYNAMIQUE À L'ÉCHELLE EUROPÉENNE, TANT EN RAISON DE SON FAIBLE COÛT QUE DES EFFETS D'ENTRAÎNEMENT ET D'IMAGE SUR LE SECTEUR.....	28
4.1. La mission recommande de poursuivre l'initiative mais en la recentrant sur ses objectifs initiaux	29
4.2. Sans un soutien politique assumé, il apparaît difficile de porter l'initiative à l'échelle européenne et ainsi mobiliser d'autres investisseurs institutionnels ..	30

INTRODUCTION

Par lettre du 21 mai 2025, le ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique, et la ministre déléguée chargée de l'intelligence artificielle et numérique ont confié à l'inspection générale des finances (IGF) une mission sur l'évaluation de l'initiative « Tibi ».

L'initiative dite « Tibi », du nom de l'économiste en charge de son pilotage¹, a pour ambition de mobiliser une part plus significative des capitaux gérés par les investisseurs institutionnels français pour renforcer l'écosystème national du financement technologique, en complément de l'action de Bpifrance. Cette démarche implique aussi un renforcement de l'écosystème de fonds d'investissement à Paris. Il s'agit d'attirer et de stabiliser des équipes de gestion et de renforcer la taille critique des fonds.

Dès son lancement, cette initiative a bénéficié d'une impulsion politique de la part du président de la République et du ministre de l'économie : les investisseurs institutionnels se sont engagés à consacrer plus de cinq milliards d'euros en faveur du financement des entreprises technologiques².

Lancée en 2019, l'initiative Tibi a été pensée comme une réponse à la faiblesse structurelle du financement des entreprises technologiques.

Elle répond à un constat partagé³ : malgré une recherche amont de haut niveau, un esprit entrepreneurial et un écosystème dynamique en amorçage, la France souffre d'un déficit chronique de financement au stade « *late stage* »⁴, nécessaire pour la pérennisation et le développement des start-ups. Dans ce cadre, l'initiative vise à mobiliser l'épargne des investisseurs institutionnels, et notamment celle des assureurs.

Pour pallier le sous-investissement des assureurs et mutuelles (dits « *limited partners* », cf. glossaire) dans les actifs cotés et non cotés du secteur technologique, l'initiative met en place un mécanisme d'homologation de fonds d'investissements spécialisés dans l'innovation. De plus les investisseurs institutionnels participent au processus d'homologation des fonds, ce qui participe à leur « acculturation » au secteur des entreprises technologiques, renforçant ainsi l'appropriation et la qualité des engagements.

Cette homologation est une incitation des investisseurs institutionnels à investir dans des fonds « *late stage* » respectant un cahier des charges⁵ en matière de stratégie, taille cible et gouvernance.

¹ Philippe Tibi est un économiste et professeur de finance et stratégie à l'École polytechnique. Il a exercé pendant plusieurs décennies dans la banque, en particulier comme responsable des marchés actions chez UBS France, et a présidé l'Association française des marchés financiers (Amafi).

² <https://www.frenchtechbordeaux.com/nos-actualites/engagement-des-investisseurs-institutionnels-francais>

³ « Financer la IV^e révolution industrielle - Lever le verrou du financement des entreprises technologiques », P. Tibi, 2019 : le rapport dresse le constat de la forte dynamique des start-ups en France, mais aussi celui de leurs difficultés à se financer à des phases plus avancées de leur développement.

⁴ Un fonds d'investissement en *private equity* a généralement un cycle de vie de 6 à 10 ans, excepté pour des fonds « *evergreen* » sans durée limitée. Cf. glossaire en annexe 2.

⁵ Cf. pièce jointe n°1.

Alors que les engagements d'investissement courraient jusqu'en 2022, l'initiative a connu une deuxième phase : lancée en juin 2023, cette phase (dite « Tibi 2 ») ambitionnait de renforcer la dynamique en élargissant le cercle des investisseurs partenaires, en incluant des fonds « *early stage* » et en augmentant le volume des engagements de la part des investisseurs institutionnels d'ici fin 2026.

Depuis 2019, 144 fonds ont été homologués, représentant 42,5 Md€ d'encours sous gestion, dont 29,8 Md€ sur le segment non coté. Parmi les fonds homologués, 65 sont positionnés en *late stage*, 47 en *early stage* et 3 en secondaires⁶.

Une gouvernance structurée et transparente

L'initiative repose sur une gouvernance articulée autour de trois instances : un comité exécutif, chargé de la stratégie globale, de la coordination des investisseurs institutionnels et de l'évolution du cahier des charges ; un comité technique pour les investissements non cotés, chargé de qualifier les dossiers de fonds en croissance ; un comité technique pour les fonds cotés « *global tech* », évaluant les programmes de gestion et les mandats.

Les comités se réunissent tous les 3 mois et favorisent la formation des parties prenantes (investisseurs institutionnels et fonds d'investissement) à cette classe d'actif à travers des ateliers thématiques et une coordination entre investisseurs et gestionnaires.

La direction générale du Trésor assure le secrétariat de l'initiative Tibi, pour un coût limité pour l'État : environ 50 % du temps d'un adjoint au chef du bureau. De plus, les frais de représentation sont assumés par le ministère de l'économie qui met à disposition ses locaux pour la tenue des ateliers et comités de l'initiative. Dans ce cadre, M. Philippe Tibi, qui assure le pilotage de l'initiative, ne reçoit aucune rémunération, que ce soit de la part de l'État ou des autres parties prenantes de l'initiative.

Cette fonction de coordination a permis de structurer les acteurs privés autour d'un objectif commun et de favoriser l'émergence d'un dialogue de place. L'initiative illustre une politique publique de type « *nudge* », reposant sur une intervention ciblée pour orienter l'investissement privé.

Il a été demandé à l'IGF d'évaluer les différentes phases de l'initiative, au regard des objectifs formulés dans le rapport de 2019 : favoriser l'émergence de fonds de grande taille investissant dans les entreprises non cotées capables de financer les prochains champions technologiques, structurer une offre française d'investisseurs spécialisés dans les actions technologiques et participer à la consolidation d'un socle d'actionnaires de référence européens pour les entreprises innovantes en France.

Il convient toutefois de rappeler que cette initiative s'inscrit dans un ensemble plus large de politiques publiques en faveur des entreprises technologiques⁷. Dès lors, l'attribution isolée des résultats au seul dispositif Tibi demeure difficile.

La mission a conduit ses travaux de mi-juillet à mi-octobre 2025. Elle a rencontré un ensemble d'acteurs représentatifs des différentes parties prenantes de l'initiative (assureurs, sociétés de gestion privée (SGP), direction du Trésor, BPI). La liste des personnes rencontrées par la mission figure en annexe du rapport.

⁶ Un fonds de secondaire est un type de fonds qui achète des participations dans des fonds de existants.

⁷ French Tech Seed (2018), France 2030 (lancé en 2021), Stratégie nationale pour l'intelligence artificielle (2018, phase 2 en 2021), « Génération Deeptech » (Bpifrance, 2019), Plan Deeptech (DGE, 2019) ...

1. Depuis 2020 les investisseurs institutionnels ont davantage investi dans des fonds de *private equity* du secteur technologique, encouragés en partie par l'initiative Tibi

1.1. La contribution des investisseurs institutionnels « Tibi » représente un investissement de 9,1 Md€ dans des fonds non cotés, tandis que les investisseurs publics assurent près de 40 % du soutien à l'initiative

1.1.1. Les investisseurs institutionnels « Tibi » ont souscrit 9,1 Md€ dans 116 fonds non cotés et 82 % de ces montants investis ont soutenus des fonds de taille supérieure à 200 M€

Au 31 mars 2025, l'initiative Tibi a rassemblé un nombre significatif de sociétés de gestion et d'investisseurs. Les investisseurs institutionnels « Tibi » (LPs) ayant engagé des capitaux dans des fonds non cotés sont au nombre de 56 (22 en phase 1 ; 34 en phase 2). Les investisseurs institutionnels « Tibi » présents dans des fonds cotés sont au nombre de 36 (19 en phase 1 ; 17 en phase 2). Parmi l'ensemble des investisseurs institutionnels figure un noyau d'investisseurs publics au nombre de 7 (SGPI, CDC, EDF, Orano, FRR, ADP, ERAFP).

À cette date, les engagements cumulés des investisseurs institutionnels « Tibi » atteignent 12 925 M€ (cf. Tableau 1). La répartition par classe d'actifs montre une priorité au non coté (7 485 M€, soit 58 % des engagements) devant les fonds d'actions cotés (5 440 M€). Les montants effectivement souscrits par les investisseurs s'élèvent à 9 096 M€ sur le segment non coté, et 3 829 M€ sur le segment coté.

La ventilation entre les phases 1 et 2 de l'initiative met en évidence l'ouverture à l'*early stage/venture capital (VC)*. En phase 1, la contribution « Tibi » aux fonds non cotés est de 4 854 M€ (dont 4 570 M€ en *late stage/growth* et 284 M€ en *early stage*) ; en phase 2, elle est de 4 242 M€, avec une part relative accrue de l'*early stage* (1 585 M€) et un repli du *late stage* (2 667 M€).

Tableau 1 : Bilan des engagements et des levés de fonds de l'initiative Tibi au 31 mars 2025

	Phase 1	Phase 2	Total
Total des engagements des investisseurs institutionnels "Tibi" (en M€)	6 015	6 910	12 925
<i>dans des fonds non cotés</i>	2 625	4 860	7 485
<i>dans des fonds cotés</i>	3 390	2 050	5 440
Montants levés par des fonds non cotés auprès des investisseurs institutionnels "Tibi" (en M€)	4 854	4 242	9 096
<i>en late stage / growth</i>	4 570	2 667	7 237
<i>en early stage / venture capital (VC)</i>	284	1 575	1 859
Montants totaux levés par les fonds non cotés (en M€)	16 171	13 602	29 773
<i>en late stage / growth</i>	15 757	8 438	24 195
<i>en early stage / venture capital (VC)</i>	414	5 164	5 578
Montants investis dans des entreprises du secteur technologique par les fonds homologués en non cotés (en M€)	10 123	3 241	13 364
<i>en late stage / growth</i>	9 890	2 290	12 180
<i>en early stage / venture capital (VC)</i>	233	951	1 184

Source : Direction générale du Trésor.

Rapport

Les investisseurs institutionnels participants à l'initiative ont investi à plus de 82 % dans des fonds de taille supérieure à 200 M€, soit des fonds plutôt orientés vers des investissements en *late stage/growth* qui nécessitent des capacités d'investissements plus importantes (cf. Tableau 2).

Toutefois, et hors fonds supérieurs à 1 Md€, les investisseurs institutionnels ont représenté en moyenne 30 % des levés de fonds réalisés par les fonds labellisés par l'initiative.

Tableau 2 : Répartition des investissements des investisseurs institutionnels « Tibi » selon la taille des fonds⁸

Catégorie de fonds selon leur taille	Nombre de fonds	Part de LPs « Tibi » dans les montant levés	Montant investi par les LPs « Tibi » dans chaque catégorie	Répartition des montants « Tibi » dans les catégories
Inférieur à 200 M€	51	32 %	1 625	18 %
200 M€ à 500 M€	43	35 %	3 618	41 %
500 M€ à 1 Md€	11	38 %	1 578	18 %
Supérieur à 1 Md€	11	20 %	2 046	23 %
TOTAL	116	29,7 %	8 866 M€	100 %

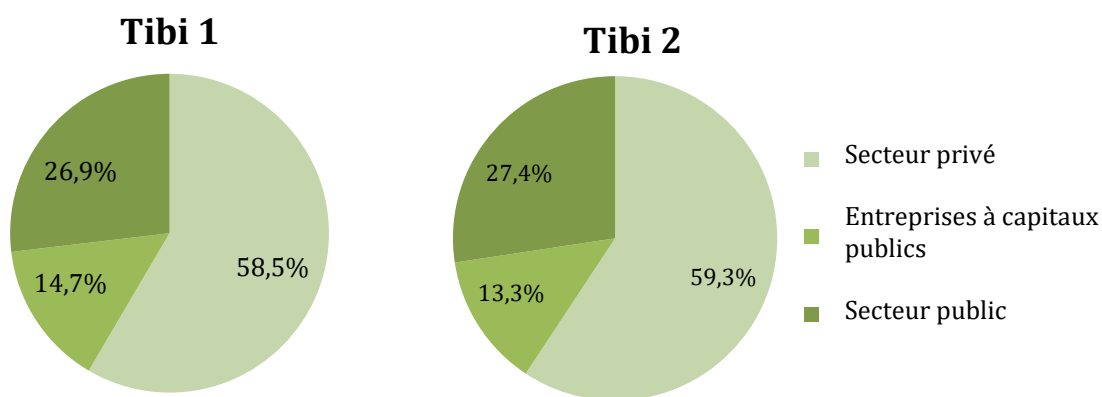
Source : Direction générale du Trésor.

1.1.2. Les investisseurs publics représentent près de 40 % du soutien à l'initiative Tibi

Si au 31 mars 2025 plus de 12,9 Md€ ont été investis par les investisseurs institutionnels dans les fonds d'investissements labellisés par l'initiative, près de 40 % des montants souscrits proviennent d'investisseurs publics (SGPI, CDC...) ou d'entreprises à capitaux publiques (CNP Assurances, Orano...) - (cf. Graphique 1).

Si ces investissements publics ont contribué à l'effort plus général visant à soutenir le développement des fonds spécialisés dans les entreprises technologiques, leur part importante dans les montants déployés relativise la part des fonds privés ou de l'épargne.

Graphique 1 : Répartition des souscriptions en coté et non coté au titre de l'initiative Tibi



Source : Direction générale du Trésor

⁸ Hors le véhicule spécial ayant levé 230 M€ pour financer l'entreprise Verkor et hors fonds n'ayant levé aucun capitaux depuis leur homologation.

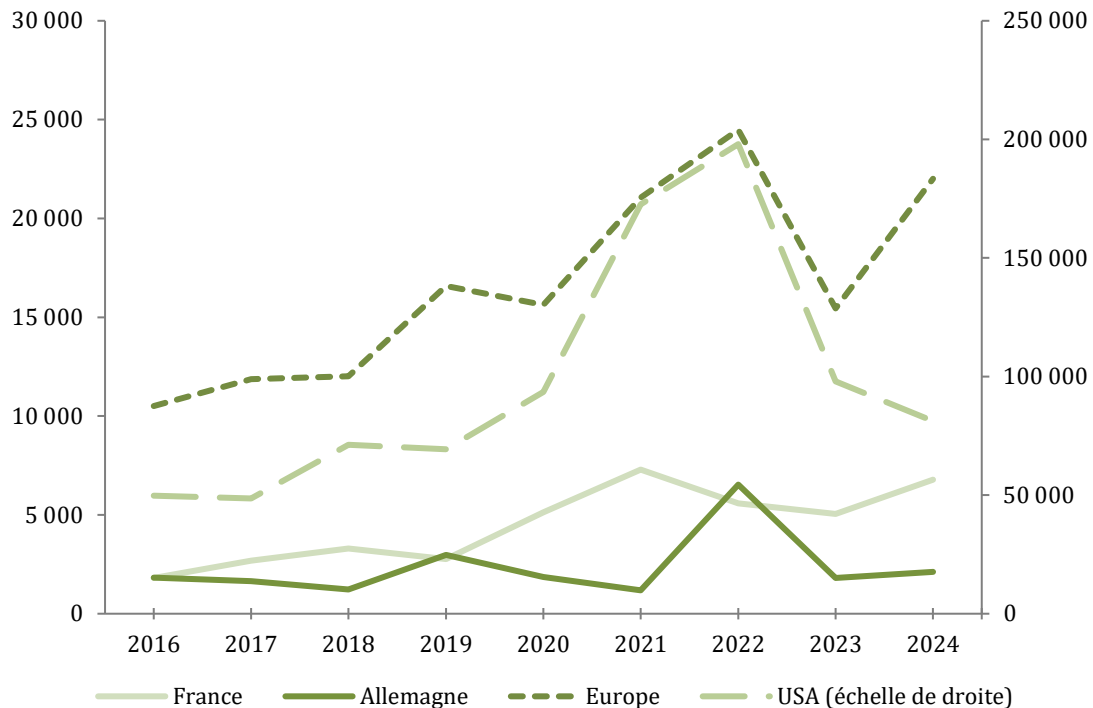
1.2. Le contexte de remontée des taux n'a pas entraîné un repli significatif des investissements dans les fonds non cotés

1.2.1. Lancée en 2020, l'initiative s'est déployée dans le contexte de la remontée des taux de 2022 conduisant à une réduction de l'exposition des assureurs aux actions cotées

1.2.1.1. Le déploiement de l'initiative a été réalisé dans un contexte de relèvement des taux d'intérêt à partir de 2022

L'environnement macroéconomique a profondément changé depuis le lancement de la première phase de Tibi. Les années 2021 et 2022, ont été marquées par un engouement mondial pour le *private equity*. Les investissements dans les fonds non cotés ont atteint un point haut en 2022 (cf. Graphique 2).

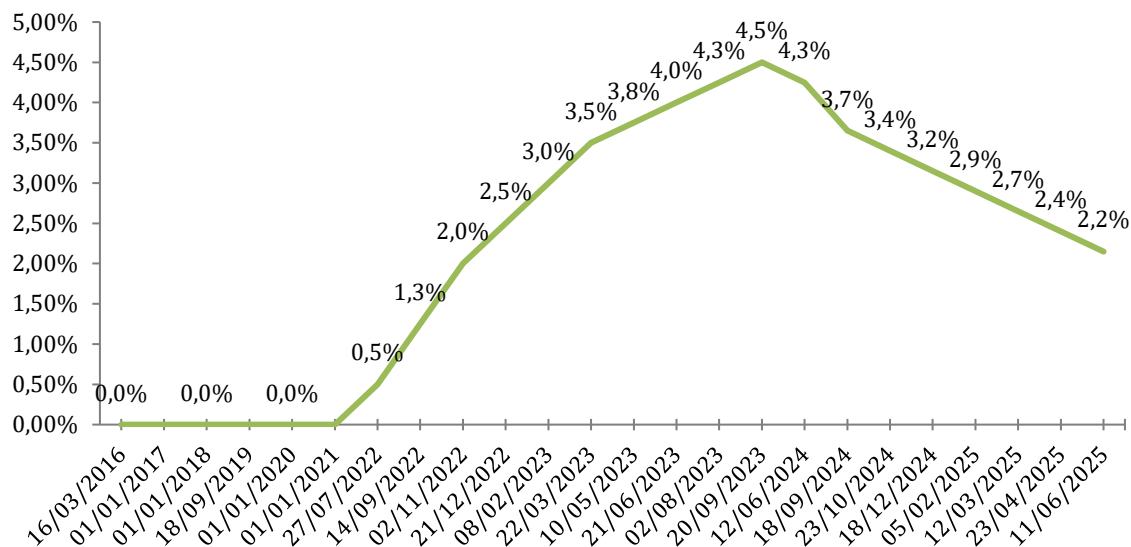
Graphique 2 : Montants levés par les fonds d'investissement en *private equity* entre 2016 et 2024 selon leur domiciliation (en M€)



Source : France Invest.

Depuis 2022, le relèvement des taux d'intérêt (cf. Graphique 3) a entraîné un ralentissement de la dynamique, ce qui a réduit l'attrait relatif du *private-equity* (par un effet d'éviction au profit d'actifs tels que les obligations, en particulier pour les compagnies d'assurance), et s'est concrétisé par une baisse des volumes d'investissement en 2023.

Graphique 3 : Évolution du taux refinancement de la Banque centrale européenne (BCE) de 2016 à 2025



Source : Banque centrale européenne.

Dans ce cadre, la trajectoire française apparaît relativement résiliente.

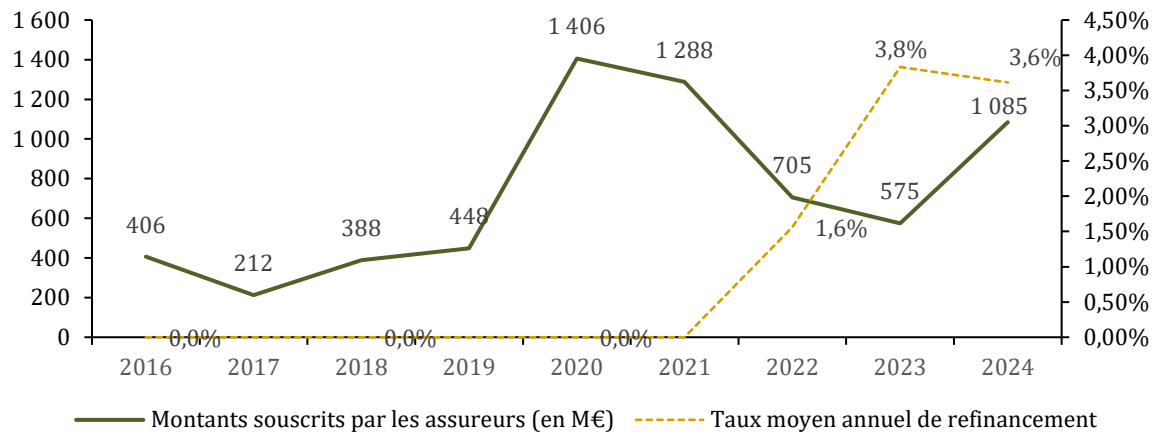
Si entre 2016 et 2022, les montants levés ont été multipliés par 4 aux États-Unis, par 3 en France, par 2,3 en Europe et par 3,6 en Allemagne. En 2023, la contraction par rapport à 2022 s'établit à -50 % aux États-Unis, -9,5 % en France, -37 % en Europe et -72 % en Allemagne. De plus, appréciée en moyenne sur 2020-2024, la trajectoire des levés de fonds est négative aux États-Unis (-13,4 %) et en Allemagne (-14,6 %), tandis qu'elle demeure positive en France (+32,4 %) et en Europe (+40 %).

La France se distingue donc par une correction 2023 nettement plus modérée et une tendance moyenne post-2020 positive, quand les États-Unis et l'Allemagne affichent un recul sur 2020-2024.

À compter de 2022, la réduction des investissements des assureurs en actions (cotées et non cotées) apparaît associée à la remontée des taux de refinancement (cf. Graphique 4). Cette dynamique s'inverse toutefois en 2024, année au cours de laquelle les investissements progressent de 89 % par rapport à 2023. Cette reprise intervient concomitamment à la montée en puissance de la phase 2 de l'initiative Tibi⁹, ce qui suggère un effet de levier de la part de celle-ci venant partiellement compenser l'effet restrictif du contexte de taux.

⁹ En effet, si la phase 2 de l'initiative a été lancée en 2023, les premiers investissements se sont concrétisés en fin d'année, voire seulement en 2024 : le nouveau cahier des charges n'a été validé que le 26 juin 2023, avec une première réunion du comité en septembre 2023.

Graphique 4 : Montants annuels souscrits par les assureurs dans des fonds en actions (cotées et non cotées) entre 2016 et 2024 et évolution du taux annuel moyen de refinancement



Source : France Invest ; Banque de France.

Cette évolution favorable s'inscrit toutefois dans un cadre de politiques publiques volontaristes (Choose France, France 2030, BPI etc.) ; elle ne peut être attribuée de manière univoque à l'initiative Tibi, sans que son effet éventuel puisse pour autant être exclu.

1.2.1.2. Dans ce contexte financier, la stratégie d'allocation des actifs des assureurs conduit à limiter leur exposition au private equity

Dans une compagnie d'assurance, l'allocation d'actifs est pilotée par l'ALM (*Asset-Liability Management*) : le portefeuille financier est construit "en miroir" du portefeuille de passifs pour sécuriser la rentabilité et la solvabilité (cf. Encadré 1).

Concrètement, il est recherché des actifs dont la durée, la liquidité et la sensibilité aux taux du marché interbancaire, répliquent au mieux les sorties futures.

En assurance-vie épargne, les engagements présentent une durée effective généralement courte (souvent inférieure à huit ans) mais très réactive aux comportements des assurés (rachats, arbitrages, avances, participation aux bénéfices). Cette spécificité impose un suivi régulier des écarts entre actifs et passifs, la constitution de marges de liquidité adaptées et des ajustements graduels de l'allocation afin de maintenir la cohérence d'ensemble et de limiter le risque de déséquilibre.

Encadré 1 : L'allocation d'actif des assureurs, la méthode « *Asset and Liability Management* » (ALM)

En assurance vie, et plus particulièrement dans le secteur de l'épargne, il est nécessaire de modéliser l'ensemble des interactions possibles entre le portefeuille d'actifs et celui de passifs. La gestion ALM (*Asset and Liability Management*) est une méthode qui vise à optimiser la rentabilité et la solvabilité d'une entreprise d'assurance vie : afin d'aligner la structure des actifs (placements) avec celle des passifs (engagements), cette stratégie s'appuie sur l'analyse des flux de trésorerie futurs et la modélisation de scénarios pour piloter le bilan dans le temps.

Un point fondamental de l'allocation d'actifs, et donc du choix des investissements, est la prise en compte des caractéristiques d'écoulement des passifs. S'agissant de l'activité d'assurance-vie, la durée (durée de vie moyenne des flux financiers pondérée par leur valeur probable actualisée) effective des engagements est souvent relativement courte (inférieure à huit ans) du fait des options de rachat, des arbitrages et des avances, ce qui crée de fortes interactions actif-passif.

La gestion ALM recherche une cohérence entre actifs et passifs en termes de durée, de rendement, de liquidité et de sensibilité aux variations des taux d'intérêt, des marchés financiers ou des paramètres démographiques.

L'objectif est de minimiser le risque de déséquilibre entre l'actif et le passif, qui peut entraîner des pertes financières ou une insuffisance de fonds propres pour couvrir les exigences réglementaires.

Source : « Démarche de construction d'une allocation d'actifs dans une compagnie d'assurance », octobre 2024, Institut des actuaires ; « Modèle ALM : Apport de la Logique Floue dans la modélisation des comportements », mars 2016, SCORS papers ; mission.

Par ailleurs, le cadre prudentiel Solvabilité II impose aux assureurs de maintenir un niveau de fonds propres suffisant pour absorber un choc "extrême mais plausible" sur l'ensemble des risques (marchés, crédit, souscription, liquidité, opérationnels – cf. Encadré 2).

Les actifs du bilan sont valorisés de manière cohérente avec le marché et chaque classe d'actifs consomme une partie du capital proportionnel à sa volatilité et à son illiquidité. Les actions et actifs non cotés/alternatifs sont donc plus consommateurs de capital que les obligations d'État ou d'entreprises bien notées.

À cela s'ajoutent des exigences de gouvernance, des tests de sensibilité et des contraintes d'ALM. Cela permet d'éviter les prises de risque excessives et limiter la procyclicité, mais il renchérit le coût de détention des actifs risqués au sein du compte général.

Encadré 2 : Cadre Solvabilité 2 et traitement prudentiel des investissements en actions au bilan des assureurs

La nouvelle directive Solvabilité 2, qui a été finalisée fin 2023, vient ainsi modifier en profondeur le traitement prudentiel des actions détenues à long terme, dit LTEI. En effet, l'état antérieur de Solvabilité II ne reflétait pas suffisamment la capacité des entreprises d'assurance à détenir leurs actions sur le long terme. Or, l'investissement en actions à long terme est nécessaire à la réalisation de l'Union des marchés de capitaux, entre autres objectifs de financement de l'économie.

Parmi l'ensemble des chocs appliqués au bilan d'un assureur pour déterminer les exigences de fonds propres qui lui sont applicables, un sous-module est spécifiquement dédié aux investissements en actions réalisés par les assureurs. Il vise à prendre en compte le risque provenant des changements de valorisation de ces actions.

Afin d'appliquer ces chocs, trois types d'actions doivent être distingués :

- Les actions dites de Type 1, cotées au sein d'un État membre de l'Espace Économique Européen (EEE) ou de l'OCDE – un choc correspondant à une baisse de leur valeur de 39% leur est appliqué.
- Les actions dites de Type 2, correspondant à tous les autres types d'actions (cotées hors OCDE, non cotées, *private equities*, *hedge funds*, *commodities* et autres investissements alternatifs) – un choc de 49% leur est appliqué.
- Les actions correspondant à des infrastructures – seul un choc de 30% leur est appliqué.

En complément de ce cadre, si les actions sont liées à des entreprises de nature stratégique (participations stratégiques), le choc applicable est minoré et passe à 22%, quel que soit le type d'actions. En France, en moyenne, cela concerne plus de 30% des actions détenus par des assureurs en formule standard.

Source : Direction générale du Trésor

Ainsi, avec la remontée des taux directeurs de la BCE, plusieurs processus limitent mécaniquement l'appétit des assureurs pour le *private equity*.

Rapport

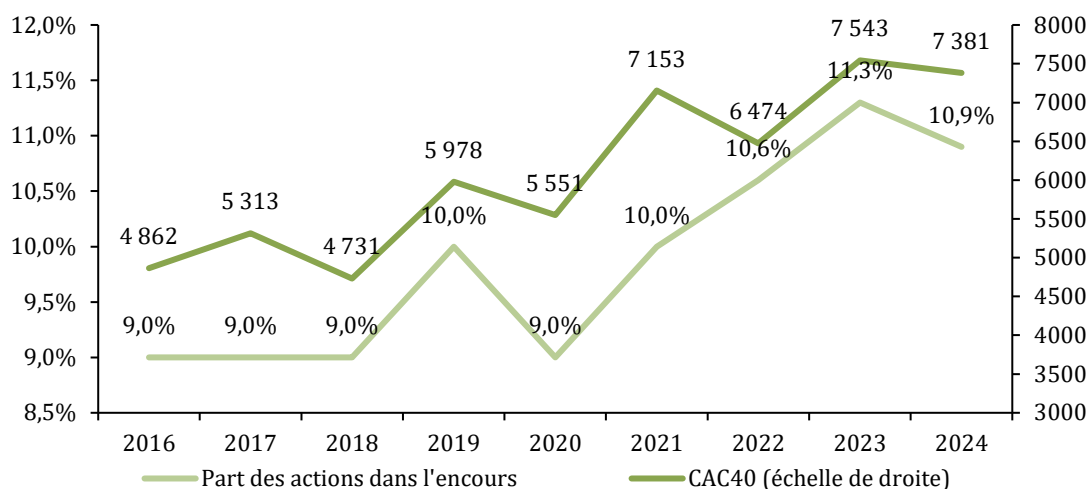
Tout d'abord, la hausse des taux offre des rendements obligataires plus élevés, mieux alignés avec les passifs et faiblement consommateurs de capital par rapport aux actions de Type 2 (cf. encadré et dont fait partie le *private equity*). Ensuite, ce nouvel environnement a imposé des moins-values latentes aux portefeuilles obligataires historiques et renchérit le coût de la liquidité, incitant les assureurs à restaurer la solvabilité via des actifs plus liquides et à durée maîtrisée plutôt qu'à immobiliser du capital sur des valeurs illiquides et volatiles à profil en "J"¹⁰. Enfin, l'ALM en assurance vie et épargne exige aujourd'hui une meilleure cohérence taux-liquidité-durée pour servir des rendements compétitifs aux assurés : **à rendement comparable en capital consommé net, l'arbitrage se fait ainsi en faveur des obligations et au détriment du *private equity*.**

1.2.2. Alors que les assureurs ont réduit leurs investissements d'une part de leur encours d'actions cotées, leurs investissements dans les actions non cotées se sont poursuivis sur la même période

Entre 2020 et 2024, la part des actions au sein de l'encours des actifs financiers des assureurs progresse de près de 2 points de pourcentage.

Cette évolution s'explique principalement par un effet de valorisation des portefeuilles actions cotées, portée par la trajectoire haussière des indices boursiers, tels que celui du CAC 40 (cf. Graphique 5).

Graphique 5 : Évolutions de la part actions des assureurs (part de l'encours financier), et du CAC40



Source : Banque de France.

En l'absence d'indices concordants sur une modification des limites internes de risque ou des objectifs d'allocation des assureurs, cette hausse s'interprète comme un ajustement mécanique lié aux marchés et pas uniquement comme une augmentation structurelle de l'exposition en actions, d'autant que les contraintes prudentielles et de solvabilité demeurent inchangées sur la période.

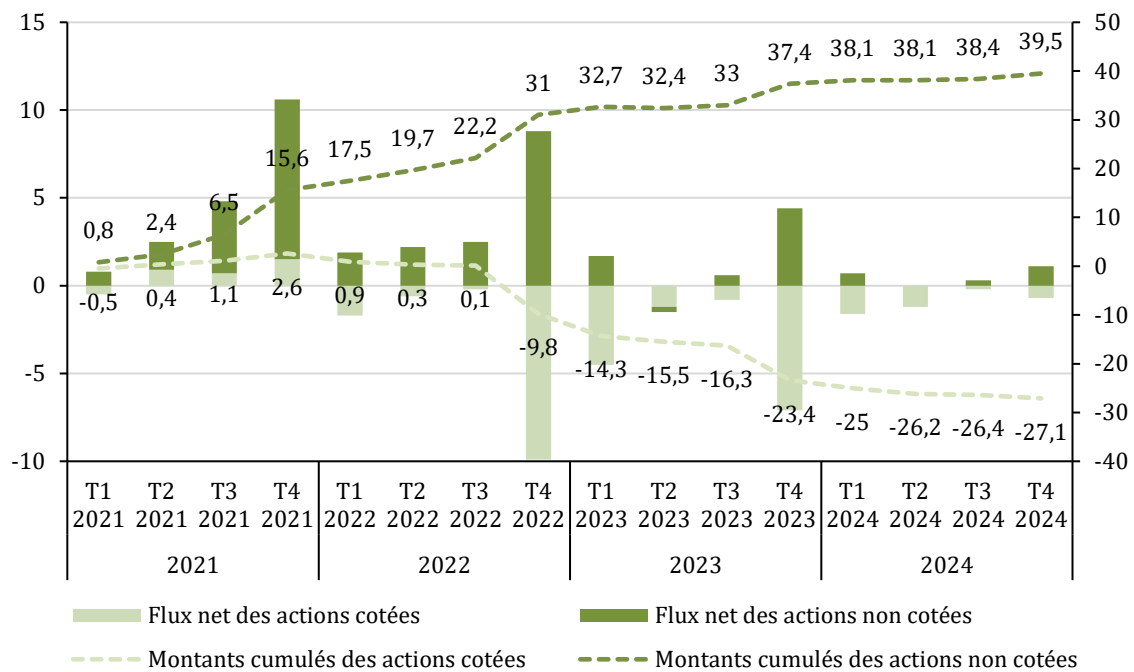
¹⁰ La courbe en J décrit le profil typique de performance des fonds de *private equity*. Au début, la valeur nette et les flux pour les souscripteurs sont négatifs (frais, coûts de mise en place, investissements non encore valorisés). Par la suite, à mesure que les participations mûrissent et que surviennent des sorties (cessions et IPO), la performance remonte puis devient positive, formant un "J".

Rapport

Toutefois, l'examen des flux des investissements en actions (cotées et non cotées) des assureurs sur la période récente (+12,4 Md€) montre un désinvestissement net en actions cotées (-27,1 Md€) de la part des assureurs tandis que les flux d'investissements dans le non cotés restent positifs sur la période (+39,5 Md€ ; cf. Graphique 6). Les flux nets investis dans le non coté baissent néanmoins à partir de 2022 (passant de 15,6 Md€ de flux net en 2022 à 2,1 Md€ en 2024).

Les actifs non cotés sont structurellement moins liquides (faible marché secondaire, délais de cession, clauses de blocage). En phase de retournement du marché, l'ajustement est d'abord réalisé sur le portefeuille d'actions cotées, immédiatement mobilisable, tandis que l'investissement dans les actions non cotées ralentit plus progressivement, concomitamment avec le déploiement des engagements pris au sein de l'initiative. En outre, la valorisation du non coté étant conventionnelle et moins réactive que l'évaluation au prix du marché, les arbitrages passent prioritairement par les titres cotés.

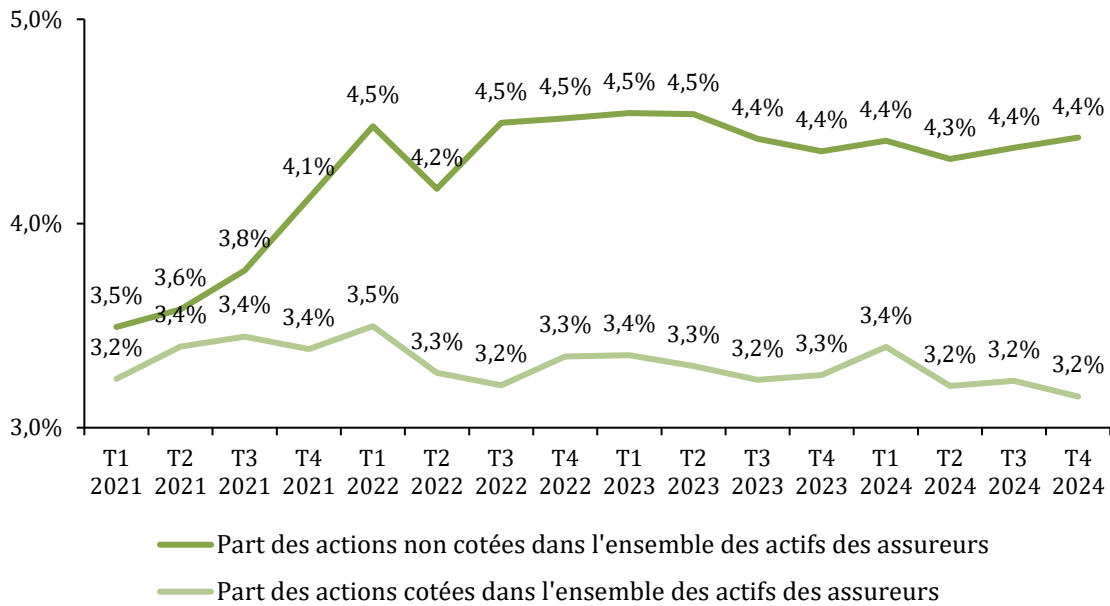
Graphique 6 : Flux nets annuels d'investissements et montants cumulés de l'encours en actions cotées et non cotées des compagnies d'assurance entre 2021 et 2024 (en Md€)



Source : Banque de France.

La part des actions non cotées dans l'encours total des actifs financiers des assureurs est ainsi passée de 3,5 % en 2021 à 4,4 % en 2024. Toutefois la part dans l'encours est stable depuis 2022 avec une baisse de flux nets moyens investis dans le *private equity* (cf. Graphique 7).

Graphique 7 : Part des actions non cotées dans l'encours des actifs des assureurs (part de l'encours total)



Source : Banque de France

Jusqu'à fin 2021, les assureurs ont accru leurs engagements en actions non cotées, tandis qu'un mouvement de désinvestissement affecte les actions cotées. Sur la période 2021-2024, la pondération globale des actions dans l'encours des actifs évolue peu (+0,9 point de pourcentage) ; la part des actions cotées progresse en début de période avant de refluer, concomitamment à la montée des actions non cotées. Ces éléments traduisent un rééquilibrage interne du portefeuille en actions — par substitution des titres cotés au profit des non cotés — plutôt qu'une inflexion structurelle de la stratégie d'allocation d'actif à la suite de l'initiative.

Si la phase 1 de l'initiative a accompagné la progression du non coté dans le portefeuille d'actifs des assureurs, la stabilisation observée à partir de 2022 est concomitante avec le lancement de la deuxième phase.

2. Depuis 2020, l'initiative Tibi a accompagné l'essor des fonds technologiques et du segment *growth*, facilitant l'accès à des opérations plus importantes, cependant l'objectif initial n'a pas encore été atteint, en particulier s'agissant du nombre de fonds « milliardaires »

L'objectif de l'initiative est de favoriser l'émergence d'acteurs financiers capables d'accélérer la croissance d'entreprises innovantes.

Ainsi, au 31 mars 2025, 115 fonds non cotés ont été homologués (41 en phase 1 ; 74 en phase 2), dont 68 fonds « *late stage* » (40 en phase 1 ; 28 en phase 2) et 47 fonds « *early stage* » (1 en phase 1 ; 46 en phase 2), ce qui atteste d'un rééquilibrage vers l'« *early stage* » en phase 2. Par ailleurs, 29 fonds cotés sont homologués. Au total, 144 fonds (non cotés et cotés) ont été homologués par l'initiative (cf. tableau 3).

Rapport

Les fonds homologués ont investi en moyenne 45 % de leurs portefeuilles non cotés en France, 35 % dans le reste de l'UE et 20 % dans le reste du monde, principalement aux États-Unis et au Royaume-Uni. Les fonds « *early stage / VC* » affichent un ancrage national plus marqué, avec 50 % des investissements effectués en France, ce qui traduit un positionnement de proximité sur les phases amont du développement des entreprises, tandis que l'exposition hors UE répond plus à des objectifs de diversification sectorielle.

Tableau 3 : Nombre de fonds homologués par l'initiative Tibi au 31 mars 2025

	Phase 1	Phase 2	Total
Nombre de fonds NC homologués "Tibi"	41	74	115
<i>en late stage / growth</i>	40	28	68
<i>en early stage / VC</i>	1	46	47
Nombre de fonds C homologués "Tibi"	29		
Nombre de fonds homologués "Tibi" (NC + C)	144		

Source : Direction générale du Trésor.

2.1. Depuis 2020, l'écosystème français de financement des fonds technologiques s'est renforcé

2.1.1. Sur la période considérée, la place de Paris s'est renforcée sur le segment du *private equity*

Le classement 2015/2024 des pôles *private equity* met en évidence une progression nette des écosystèmes européens (cf. Tableau 4).

Pour les levées de démarrage (< 15 M\$), Londres était en 2015 la seule ville européenne du classement ; en 2024, elle se hisse à la 2^e place mondiale tandis que Berlin et Paris rejoignent aussi ce classement. Pour les tours avancés (> 15 M\$), Londres gagne deux rangs entre 2015 et 2024, tandis que Paris remplace Berlin.

Cette montée en puissance traduit l'augmentation des volumes de financement en Europe.

Tableau 4 : Classement mondial des places financières selon le nombre de levés de fonds et par montant moyen des levées dans le secteur technologique, en 2015 et 2024

Rang	Moins de 15 millions de dollars		Plus de 15 millions de dollars	
	2015	2024	2015	2024
1	San Francisco Bay Area	San Francisco Bay Area	San Francisco Bay Area	San Francisco Bay Area
2	New York City	Londres	Pékin	New York City
3	Londres	New York City	Hangzhou	Pékin
4	Pékin	Singapour	Shanghai	Londres
5	Boston	Shenzhen	New York City	Hangzhou
6	Shanghai	Séoul	Londres	Shanghai
7	Shenzhen	Bangalore	New Delhi	Shenzhen
8	Tokyo	Berlin	Berlin	Paris
9	Austin	Tokyo	Shenzhen	Hefei
10	Hangzhou	Paris	Suzhou	Bombay

Source : The 2024 State of European Tech Report (2025), Atomico

La place de Paris confirme son renforcement comme place financière technologique.

Rapport

Les montants levés en France ont été multipliés par trois entre 2016 et 2022, avec une résilience supérieure à celle observée aux États-Unis et en Allemagne (cf. 1.2.1.1). La dynamique sectorielle est tangible dans le secteur technologique (en *VC & growth*) et Paris entre par ailleurs dans le classement mondial des pôles de démarrage et figure désormais parmi les pôles des tours avancés, aux côtés de Londres et Berlin.

2.1.2. Les levés de fonds se sont poursuivis en France après le ralentissement de 2022

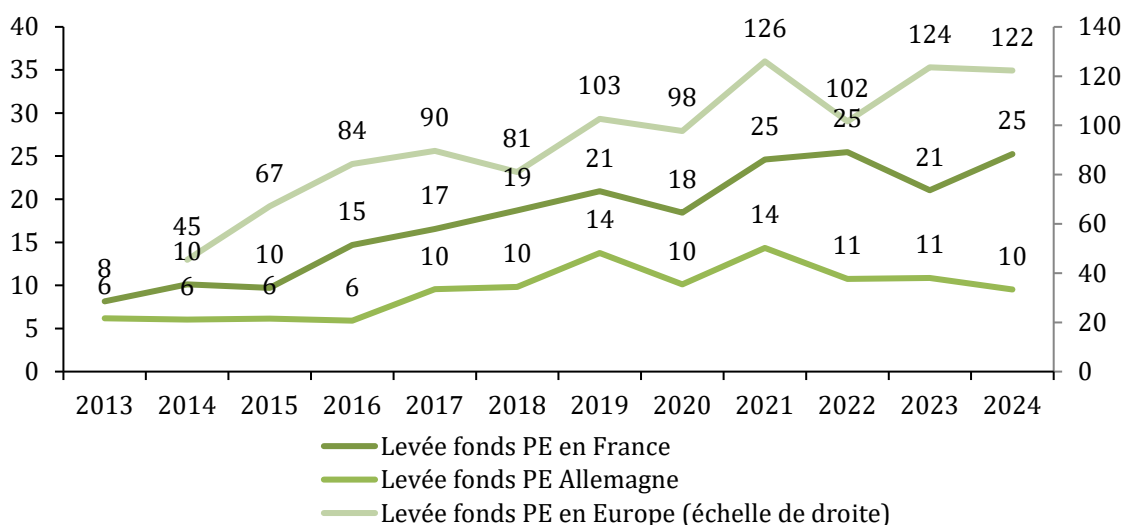
Le Graphique 8 relatif aux montants levés en *private equity* met en évidence une tendance haussière entre 2013 et 2021, suivie d'une phase de stagnation.

À l'échelle européenne, les levées progressent régulièrement de 2014 à un pic de 126 Md€ en 2021 (+ 178 % depuis 2013), puis reculent de 19,4 % en 2022 (102 Md€) avant de se stabiliser à un niveau élevé en 2023-2024 (124-122 Md€), traduisant la résilience du marché après l'ajustement de 2023.

En France, la trajectoire est ascendante jusqu'en 2019 (+ 157 %) avec un repli ponctuel en 2020 (-12 %), et reste stable depuis 2021 (21-25 Md€), indiquant une capacité de maintien des volumes malgré le resserrement monétaire.

En Allemagne, la progression est plus graduelle jusqu'à un maximum de 14 Md€ en 2021 (+ 132 % depuis 2013), suivi d'un retour à un régime proche de 10-11 Md€ en 2022-2024, ce qui suggère une stabilisation à un niveau inférieur à celui observé en France et à l'Europe agrégée.

Graphique 8 : Montant des levées de fonds en *private equity* (en Md€)



Sources : « Activité des acteurs français du capital-investissement » (2014-2025), France Invest / Grant Thornton ; Invest Europe

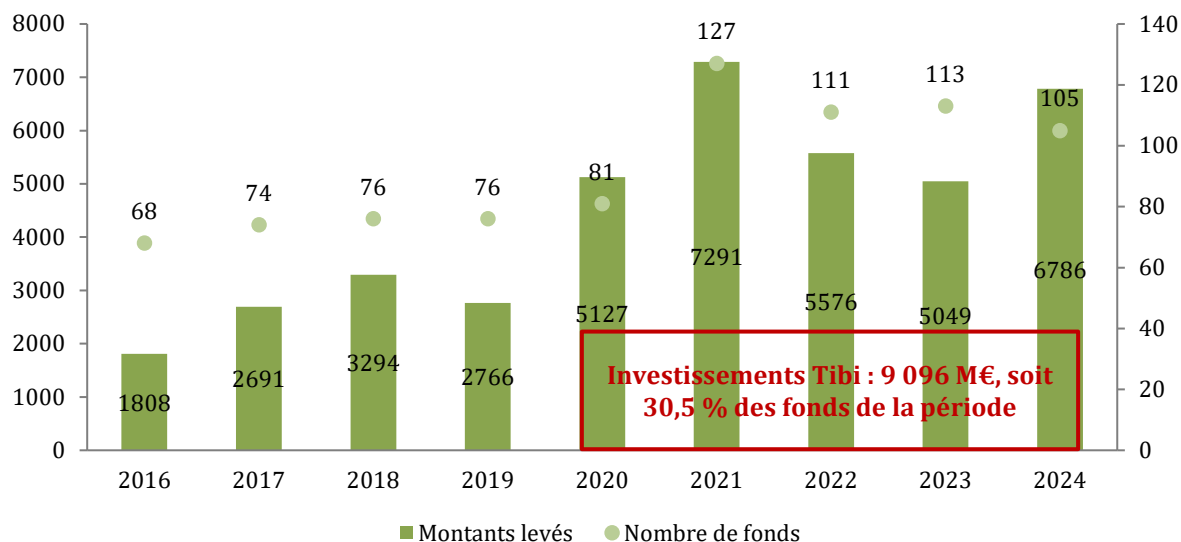
L'analyse conjointe des montants levés et du nombre de fonds (cf. Graphique 9) suggère une stagnation du marché : après un plus haut en 2021, la baisse du nombre de fonds est modérée (-21 %) tandis que les montants investis se redressent en 2024, ce qui se traduit par une hausse du montant moyen levé par fonds (57 M€ en 2021 contre 65 M€ en 2024). Ceci peut indiquer une consolidation autour de véhicules de taille plus importante et une capacité de collecte maintenue malgré un environnement financier moins favorable qu'en 2021.

Depuis 2020, les investissements relevant de l'initiative Tibi dans le segment non côté s'établissent à 9 096 M€, soit 30,5 % des montants levés.

Rapport

Cette contribution significative a accompagné la montée en puissance de la place française sur les segments *venture* et *growth*, tout en demeurant compatible malgré une hausse des taux d'intérêts depuis 2021.

Graphique 9 : Montants levés et nombre de fonds ayant levés (en M€) (en VC & growth)



Source : France Invest ; Direction générale du Trésor

Alors que les montants levés en Allemagne stagnent depuis 2021, la France, en partie soutenue par les fonds issus de la collecte de l'initiative Tibi, a pu maintenir une poursuite de l'investissement dans le secteur.

2.2. Depuis le lancement de l'initiative, la part du segment *growth* dans les levées a été multiplié par 10, sans pour autant se traduire par une augmentation significative des tailles de véhicules, la France ne comptant que deux fonds de plus d'1 Md€ en 2024 (contre un en 2021)

Les montants investis dans les entreprises technologiques par les fonds homologués non cotés totalisent 13 364 M€ au 31 mars 2025 (cf. Tableau 5), majoritairement en *late stage/growth* (12 180 M€, 91 %).

Tableau 5 : Bilan des engagements et des levés de fonds de l'initiative Tibi au 31 mars 2025

Montants investis dans des entreprises du secteur technologique par les fonds homologués en non cotés (en M€)	Phase 1	Phase 2	Total
en late stage	9 890	2 290	12 180
en early stage	233	951	1 184
Total	10 123	3 241	13 364

Source : Direction générale du Trésor.

Les données *Pitchbook*¹¹ indiquent que les cessions d'entreprises technologiques par des fonds d'investissement pour des montants élevés (500 M€ ou plus) sont beaucoup plus rares sur le continent européen qu'aux États-Unis, alors qu'elles ont un rôle très structurant pour l'écosystème, dans la mesure où elles signalent des perspectives de rendement au bout de la chaîne de financement des start-ups.

2.2.1. Les fonds successeurs des fonds homologués Tibi ont réalisés de meilleures levées de fonds auprès des investisseurs institutionnels que leurs véhicules d'investissements initiaux

Au 31 mars 2025, 36 fonds labellisés Tibi sont considérés comme des fonds *first time team* / *first time fund*¹², avec une taille cible moyenne de 284 M€ pour les fonds Tibi 1 et 210 M€ pour les fonds Tibi 2.

Sur ces 36 fonds, 15 sont parvenus à atteindre leur taille cible, et 3 ont réalisé leur *closing* final sans l'avoir atteinte. Trois fonds Tibi 1 n'ont pas encore finalisés leur *closing* mais présentent un taux de collecte supérieur à 72 %, tandis que cinq fonds Tibi 2 ont déjà finalisé leur *closing*. Sur les 18 fonds encore en cours de collecte, 11 présentent un taux de collecte inférieur à 60 %.

S'agissant des fonds successeurs¹³, ceux-ci sont au nombre de 62 au sein de l'initiative Tibi. Parmi eux, 13 sont des fonds successeurs de fonds déjà labellisés Tibi (cf. Graphique 10). Ces fonds successeurs affichent un montant moyen levé de 358 M€, contre 288 M€ pour leurs prédécesseurs. Cette progression indique une montée en taille des véhicules au fil des millésimes.

Si 16 fonds successeurs ont levés moins que leurs prédécesseurs, tous les fonds successeurs de fonds Tibi ont levé autant ou plus que leur fonds précédent. Ainsi pour les fonds successeurs de fonds déjà homologués Tibi, le montant moyen levé s'établit à 482 M€, à comparer à 398 M€ pour leurs véhicules antérieurs.

S'agissant des fonds de *growth* (c'est-à-dire de taille supérieure à 200 M€), 29 fonds successeurs sont recensés, contre 25 prédécesseurs (dont 12 étaient homologués Tibi). L'augmentation du nombre de véhicules de grande taille confirme l'élargissement du segment *growth*.

¹¹ <https://pitchbook.com/>

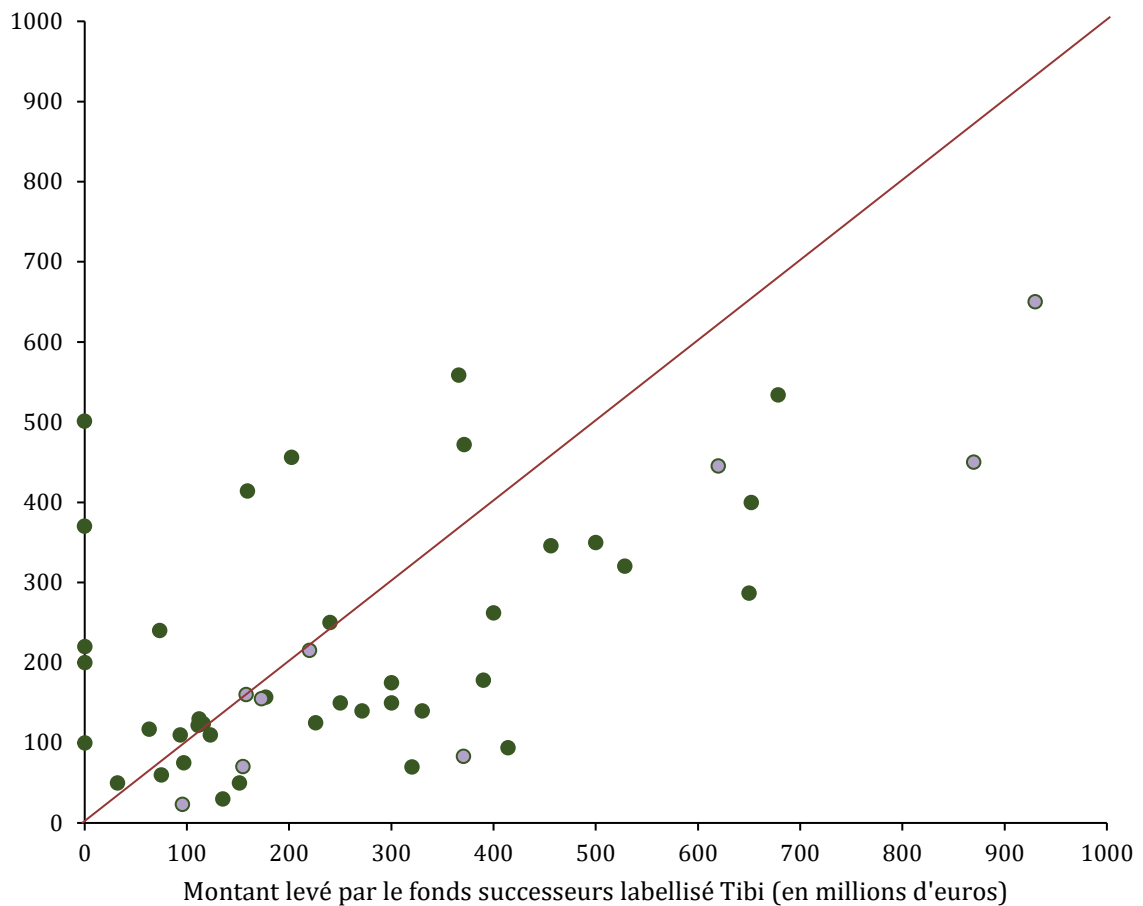
¹² En capital-investissement :

- *First-time fund* : premier fonds d'une société de gestion, la plateforme est nouvelle au sens juridique ;
- *First-time team* : première équipe à investir ensemble ; les individus peuvent être expérimentés (ex-fonds, ex-entrepreneurs), mais le collectif est inédit (spin-out, association récente) : pas d'historique commun de décision ou de gestion de portefeuille. => reprendre la rédaction ;

¹³ Il s'agit du véhicule levé par une même société de gestion pour prendre le relais du fonds précédent sur une stratégie donnée (par exemple un « Fonds 2 » succédant à « Fonds 1 »).

Rapport

Graphique 10 : Rapport entre les levées de fond des fonds successeurs et celles du véhicule précédent



Source : Direction Générale du Trésor

Note 1 : Les points beiges désignent les fonds labellisés Tibi qui sont successeurs d'un fond également labellisé Tibi.

Note 2 : Certains fonds n'ont pas encore réalisé leur closing final

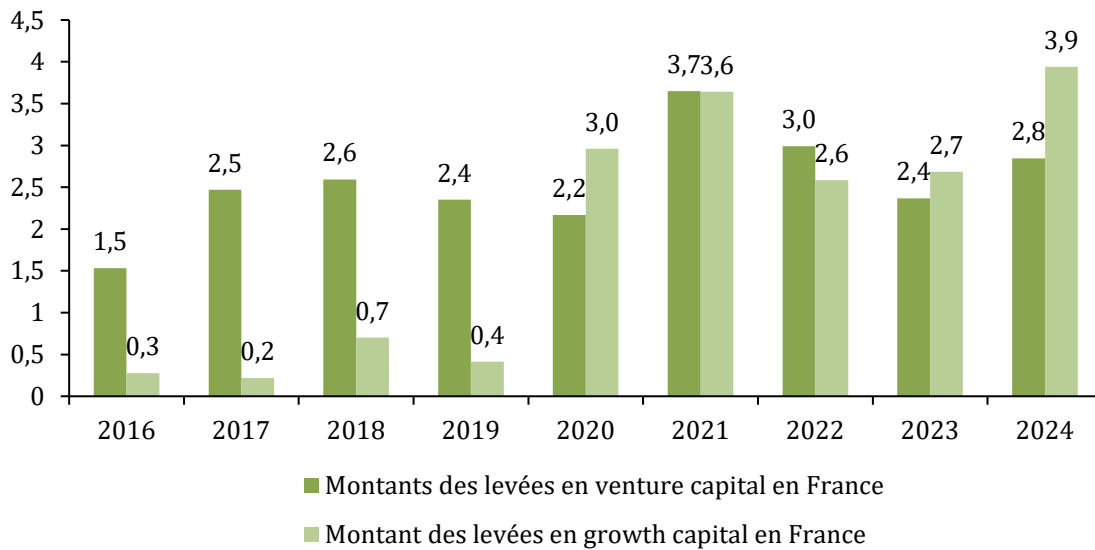
Note 3 : Ne sont pas renseignés sur le graphique dix fonds successeurs qui n'ont pas pu être étudiés, ainsi que quatre fonds dont les levées totales dépassent le milliard d'euros.

De plus, ces données suggèrent que l'initiative a pu exercer un rôle d'appui sur les fonds successeurs, grâce à une visibilité accrue et une meilleure coordination auprès des souscripteurs. Cela se traduit par une sécurisation des levées et par une meilleure capacité à atteindre des tailles critiques, notamment sur le segment *growth*.

2.2.2. Le part du *growth* dans les levés de *private equity* est croissante depuis le lancement de l'initiative

Alors que le volume des levés de fonds sur le segment *growth* était inférieur à 1 Md€ par an avant 2020, il représente désormais un volume de levées similaire voire légèrement supérieur à celui du *venture capital*, en France (cf. Graphique 11).

Graphique 11 : Montants des levées en *venture capital* et en *growth* dans le secteur des entreprises technologiques (dont biotech) en France (en Md€)



Source : « Attractivité et impact de l'écosystème français du Venture & Growth » (avril 2024), France Invest

Ainsi entre 2016 et 2024, la part du *growth* dans le montant total des levées en *private equity* en France est passée de 2 % à 16 %¹⁴ ; cette progression peut être en partie attribuée à rôle d'accompagnement de l'initiative pour le développement de ce segment.

Le *growth* représente la majeure partie des levées réalisées par les fonds labellisés Tibi depuis 2019, soit 78 % des levées au 31 mars 2025 contre 20 % pour l'*early stage* et 2 % pour le *multistage*.

Alors que France Invest recense 15,81 Md€ de levées en *growth* en France entre 2020 et 2024, les fonds Tibi ont levé 7,03 Md€ en *late stage* depuis 2020, soit près de la moitié des levées en France.

2.2.3. Si le nombre de fonds de *growth* a augmenté, la France compte seulement deux fonds caractérisés par une levée de capital supérieure à 1 Md€ en 2024, contre un seul en 2021

Dans son rapport de 2019¹⁵, M. Philippe Tibi affichait comme « objectif pour la France est de disposer, d'ici 3 ans, de 10 fonds *late stage* gérant au moins 1 Md€ ».

L'examen de la distribution des tailles de fonds dans le secteur des entreprises technologiques (y compris *biotech*) - (cf. Graphique 12) montre une montée en puissance des véhicules de *growth* entre 2021 et fin 2024.

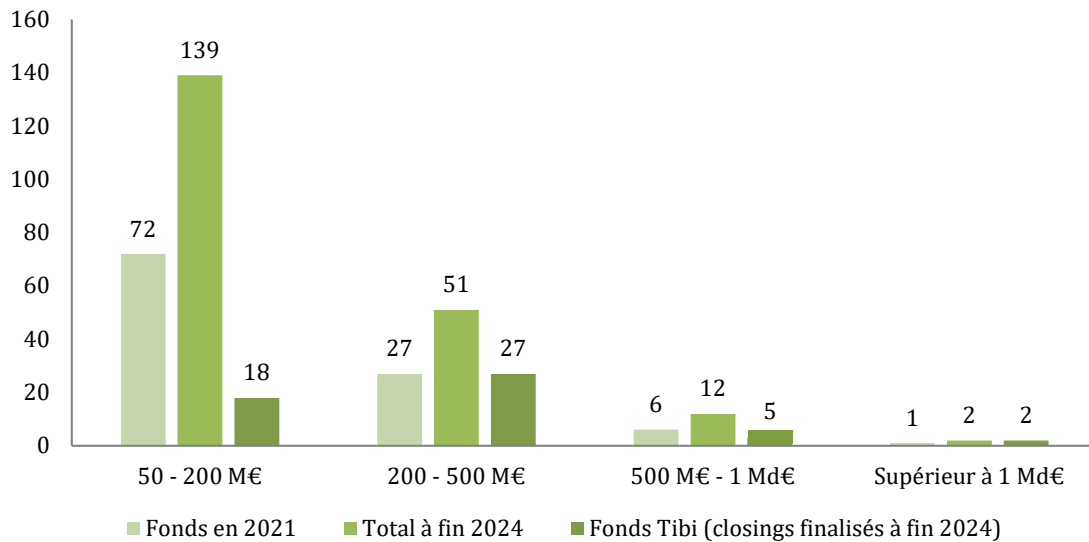
Entre 2021 et 2024, le nombre de fonds de 200-500 M€ passe de 27 à 51, celui des fonds de 500 M€ à 1 Md€ de 6 à 12, et doublant le nombre de fonds supérieurs à 1 Md€. Cette progression atteste d'un renforcement du marché français sur le segment *growth*, tout en soulignant ses limites à l'extrémité haute de la distribution : en 2024, la France ne compte encore que deux fonds ayant finalisé une levée au-delà de 1 Md€ (contre un seul en 2021).

¹⁴ « Attractivité et impact de l'écosystème français du Venture & Growth » (avril 2024), France Invest

¹⁵ Op. cit.

Le rôle de l’initiative Tibi est particulièrement visible sur les tranches de taille associées au *growth*. À fin 2024, les fonds Tibi représentent 27 des 51 fonds dans la tranche 200–500 M€, 5 des 12 fonds dans la tranche 500 M€–1 Md€, et 2 des 2 fonds au-delà de 1 Md€. Au total, pour les fonds supérieurs à 200 M€, les fonds Tibi comptent pour environ 50 % des *closings* finalisés (32 sur 65), ce qui traduit un effet d’entraînement significatif sur la capacité de marché à lever des véhicules de plus grande taille.

Graphique 12 : Taille des fonds atteinte l’année de leur *closing* en 2021 et 2024 (dont fonds Tibi)



Source : France Invest ; Direction générale du Trésor

Notes : Taille atteinte au 31/12/2024. Les levées sont prises lors des closing

S’agissant des fonds supérieurs à 1 Md€, les données issues de l’initiative font état de 3 fonds ayant levés plus de 1 Md€, la divergence avec les données de France Invest s’expliquant par une différence de périmètre (données à fin 2024 et fonds ayant finalisés leur *closing* pour France Invest tandis que les données du Trésor s’arrêtent en mars 2025 et comptent les fonds selon la taille de leur levé, y compris sans avoir finalisé le *closing*).

Ainsi, l’augmentation de l’activité de levée des fonds depuis 2020 apparaît corrélée au déploiement de l’initiative — singulièrement sur le segment *growth* — mais la capacité à faire émerger des véhicules de plus d’1 Md€ demeure encore limitée à quelques cas, signalant un chemin à poursuivre pour atteindre une consolidation du marché comparable aux places les plus matures.

La prépondérance des levées et des investissements des fonds Tibi en *growth* démontre toutefois un effort pour combler le retard français sur ce segment.

2.3. Les rendements des fonds Tibi ne peut pas encore être appréciée, leur performance demeurant pour l'essentiel non réalisé à ce jour

La performance des fonds Tibi peut être évaluée¹⁶ au regard des tendances globales de performance du *private equity* en France, ici évaluée au regard du multiple, ou TVPI, composé du DPI et RVPI¹⁷.

Cette analyse des multiples par millésimes depuis 2018 (cf. Graphique 13) met en évidence un faible rendement effectif (DPI moyen de 0,4), essentiellement concentré sur les millésimes les plus anciens. En conséquence, la performance demeure majoritairement non réalisée et portée par le RVPI, ce qui rend les résultats sensibles aux évolutions de marché et au calendrier des sorties.

À la suite du pic observé sur les millésimes 2018–2020, l'effet du choc 2022 (hausse des taux, compression des multiples, ralentissement des opérations de sortie) est visible sur les rendements de ces millésimes avec des TVPI autour de 1,0–1,1x selon les segments. Les fonds labellisés Tibi du millésime 2020 affichent des multiples supérieurs à l'ensemble du segment *VC/growth* pour la même cohorte, tandis que les millésimes plus récents se situent au niveau du marché, dans un contexte de performances affaiblies pour la classe d'actifs.

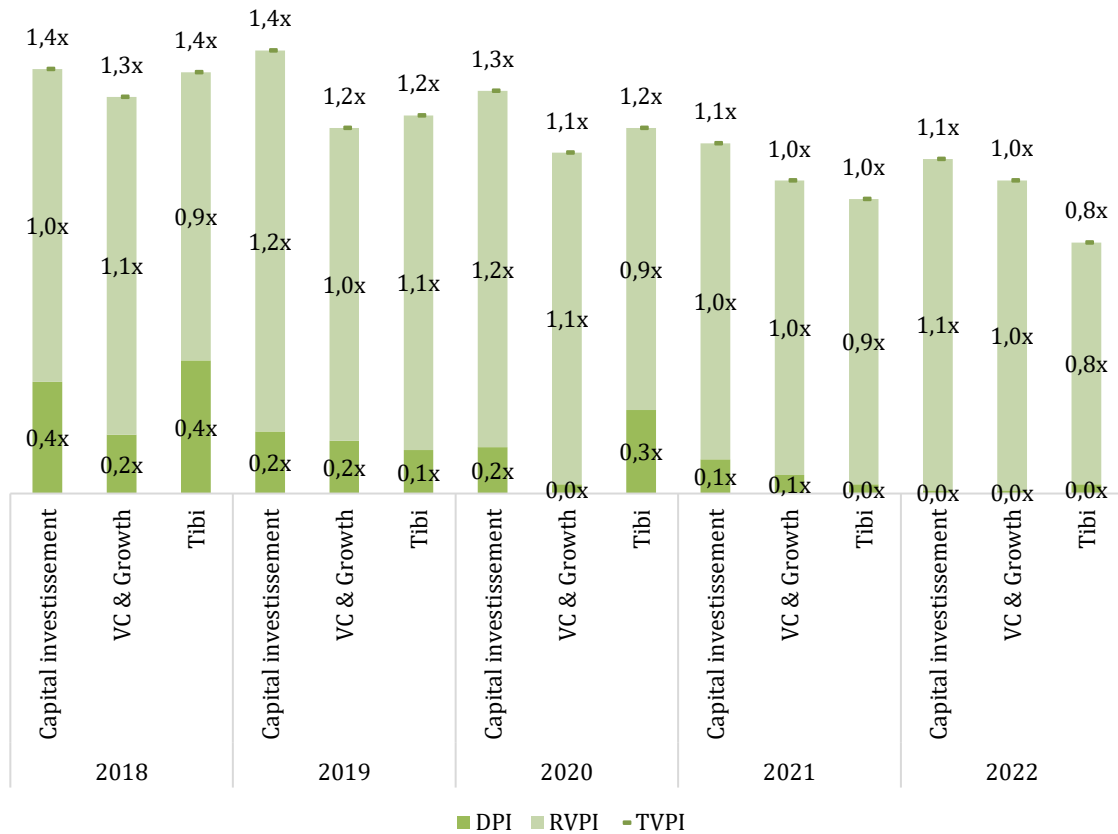
Ainsi, dans un environnement de *private equity* moins porteur depuis 2023¹⁸, si les fonds Tibi présentent en moyenne des rendements comparables au reste du segment *VC/growth*, l'essentiel de la création de valeur reste non réalisé et la visibilité sur la performance finale dépendra du rythme des sorties et des conditions financières.

¹⁶ L'analyse se fonde sur un panel de 80 fonds labellisés Tibi qui présentent certes une homogénéité, ce qui crée un biais de sélection en faveur des fonds privilégiés par certains acteurs.

¹⁷ Le « Distributed to Paid In » (DPI) correspond au ratio entre montants appelés par les fonds et montants distribués à leurs souscripteurs. Le RVPI (Residual Value To Paid-In) est un indicateur qui calcule la valeur résiduelle des investissements non distribués pour estimer le potentiel de retour futur d'un fonds. Le « total value to paid-in » (TVPI) correspond au ratio entre montants appelés par les fonds et la somme des montants distribués à leurs souscripteurs et la valeur résiduelle des entreprises toujours en portefeuille. Ce dernier indicateur indique la valeur créée par les fonds pour chaque euro investi par leurs souscripteurs (une partie de cette valeur étant encore latente, car reposant sur la valorisation des entreprises en portefeuille).

¹⁸ De nombreux interlocuteurs de la mission ont souligné que l'initiative Tibi est intervenue à un moment où les prix des actifs ont atteint leur plus haut niveau lors du pic des années 2020/2021, dégradant la rentabilité de ces derniers par la suite.

Graphique 13 : Multiples par millésimes depuis 2018



Source : Mission.

2.4. Les fonds cotés homologués ont peu investi en France alors que le nombre d'introduction en bourse diminue depuis 2022

Outre le développement de l'écosystème de financement des entreprises technologiques par le *private equity*, l'initiative Tibi dispose d'un volet consacré à leur financement par le marché public. Dans ce cadre, le cahier des charges de l'initiative prévoit que « *L'initiative a pour objectif de renforcer la diversité et la profondeur de l'écosystème tech en France, en vue notamment de favoriser le succès d'un grand nombre d'introductions en bourse dans notre pays.* »

Au 31 mars 2025¹⁹, les investisseurs institutionnels ont investi 3,8 Md€ dans 29 fonds d'investissements cotés. Cela représente un financement moyen de 37 M€ par investisseurs et une levée moyenne de 141 M€ par fonds homologué.

¹⁹ Source : direction générale du Trésor.

Rapport

Tout d'abord, au regard de la distribution des investissements réalisés par les fonds homologués (cf. Tableau 6), il apparaît que moins d'un quart des valeurs acquises le sont en Europe, et seulement 11 % sur des valeurs françaises. Si les données de la direction générale du Trésor ne permettent pas de connaître les secteurs géographiques des valeurs hors Europe, il est probable que la majeure partie des valeurs retenues soient acquise sur le marché américain : en effet, le Morgan Stanley Capital International Index (MSCI)²⁰, qui agrège les plus grandes capitalisations mondiales représentant environ 75 % de la capitalisation boursière mondiale, montre que 72 % de la capitalisation est issue de valeurs américaines.

Tableau 6 : Montants investis par les fonds cotés homologués Tibi au 31 mars 2025

	France	UE hors France	Reste du monde	TOTAL
Montants	1 336 M€	1 561 M€	9 405 M€	12 302 M€
Part	11%	13%	76%	100 %

Source : DGT.

De plus, l'analyse de la typologie des sorties (rachat, fusion ou introduction en bourse) d'entreprises technologiques françaises depuis 2020 (cf. Tableau 7 et Tableau 8) montre que la part d'introduction en bourse (ou IPO : *initial public offering*) reste faible (30 % de la valeur totales de sorties en 2021 représentant 5 % des opérations ; 5 % de la valeur en 2024 pour 1 % du nombre de sorties).

Tableau 7 : Distribution des valeurs des sorties des entreprises technologiques françaises

Type de sortie	2020	2021	2022	2023	2024
Fusion et acquisition	25 %	25 %	50 %	80 %	20 %
Rachat (en LBO)	45 %	25 %	20 %	19 %	75 %
Introduction en bourse (IPO)	30 %	50 %	30 %	1 %	5 %

Source : « Frenchtech Financing & Exit - Trends & Multiples », Avolta, 2024

Tableau 8 : Distribution du nombre de sorties des entreprises technologiques françaises

Type de sortie	2020	2021	2022	2023	2024
Fusion et acquisition	80 %	80 %	87 %	89 %	89 %
Rachat (en LBO)	15 %	10 %	10 %	10 %	10 %
Introduction en bourse (IPO)	5 %	10 %	3 %	1 %	1 %

Source : « Frenchtech Financing & Exit - Trends & Multiples », Avolta, 2024

À cet égard, l'objectif affiché d'augmenter le nombre d'introduction en bourse sur la place française n'a pas été réalisé. Par ailleurs, le nombre d'analystes dans ces fonds est passé de 80 en 2020 à 93 en 2024, ce qui ne traduit pas un renforcement significatif de cette expertise.

²⁰ Le Morgan Stanley Capital International Index (MSCI) couvre les grandes et moyennes capitalisations de 23 pays aux marchés les plus développés. Avec 1 320 constituants, il représente environ 85 % de la capitalisation boursière ajustée du flottant dans chacun de ces pays.

Toutefois, comme le souligne le 3^{ème} rapport French Tech Finance Partners²¹, « les IPO réussies sont trop peu nombreuses pour créer un effet d'entraînement positif, compliquant une reprise organique des IPO à très court terme » avec seulement 6 IPO en 2023 levant 300 M€. Le rapport constate ainsi que « 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. »

3. Depuis de début de l'initiative Tibi, les investissements dans les entreprises technologiques en France ont augmenté, renforçant le développement des entreprises technologiques

3.1. Depuis 2020, les montants investis dans les entreprises technologiques ont sensiblement augmenté par rapport à la période précédente

3.1.1. Le lancement de l'initiative Tibi est corrélé à un effort d'investissement dans les entreprises technologiques en France

La France se distingue sein de l'Union européenne par sa prépondérance dans le secteur des entreprises technologiques : les levées de *Mistral AI* (468 M€), *Poolside AI* (455 M€) ou encore *Lighthouse* (356 M€) concentrent à elles seules un tiers des montants levés dans le secteur de l'IA générative en Europe.

En particulier, le secteur des « *deeptechs* » (« technologies de rupture » ; cf. Encadré 3) a connu un essor marqué parallèlement au lancement de l'initiative Tibi (cf Graphique 14) passant de 18 créations d'entreprises en *deep tech* sur la période 2010-2019 à 35 créations par an depuis 2020. Les investissements annuels ont de même atteint les 675 M€ dans le secteur de la *deep tech* sur période 2020-2024.

Encadré 3 : Qu'est-ce que la *deeptech* ?

La littérature économique atteste de la difficulté à définir la *deeptech*.

Le terme *deeptech* connaît une popularité croissante depuis les années 2000. L'essor de sa médiatisation est notamment marqué par son usage, en 2015, par l'investisseur Swati Chaturvedi pour désigner de manière souple les « entreprises fondées sur une découverte scientifique ou une innovation technique significative », principalement des start-ups dans le domaine de l'énergie, des sciences de la vie, des matériaux, de la chimie et du numérique.

De manière générale, la *deeptech* peut dès lors être définie à partir de plusieurs critères généraux cumulatifs.

La direction générale des entreprises (DGE) en retient trois :

- (i) **développement et exploitation de technologies de rupture**, au sens où celles-ci constituent des innovations non seulement d'usage mais également de conception et production d'un procédé, générant un changement radical dans la chaîne de valeur d'un produit / service ;
- (ii) **besoins capitalistiques significatifs** en avance de phase par rapport à la génération de chiffre d'affaires. En lien avec le point précédent, ces sociétés se positionnent souvent sur des marchés cibles peu matures, créant un décalage important entre les besoins de financement initiaux et la capacité d'autofinancement de la société ;

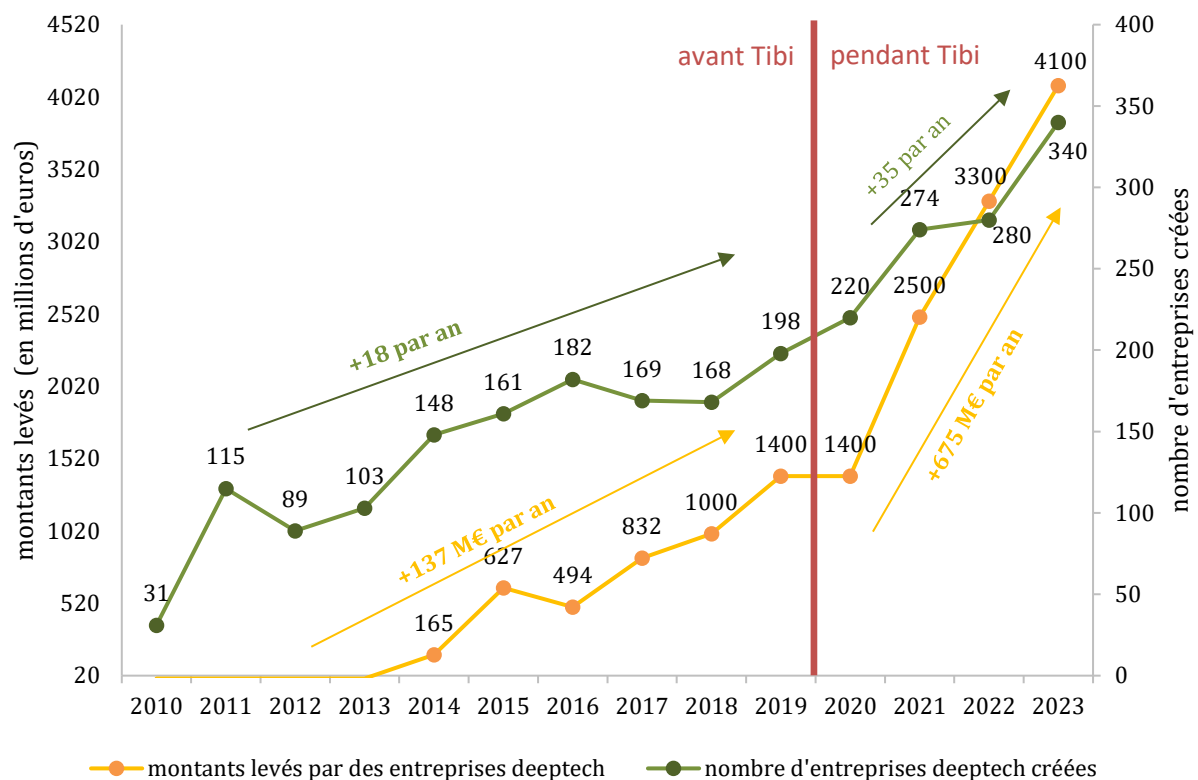
²¹ « 3^{ème} Rapport French Tech Finance Partners », Janvier 2025.

- (iii) **actifs de propriété intellectuelle clés** pour le développement et la protection technologique, qui peuvent également représenter des besoins financiers importants (coûts humains liés aux compétences, coûts de dépôt / renouvellement des brevets, etc.).

Source : Direction générale des entreprises : « L'innovation de rupture au défi du passage à l'échelle État des lieux de la deeptech en France et pistes pour une nouvelle stratégie », mars 2025.

Au sein de l'initiative Tibi, 32 des fonds non cotés homologués (ayant collecté 4,5Md€ et investi 1,3Md€ dans le secteur au 31 mars 2025) soutiennent directement ce secteur.

Graphique 14 : Corrélation entre financements et créations d'entreprises *deep tech*



Source : Direction Générale des Entreprises

Bien que plusieurs dispositifs de l'État aient pu être mis en œuvre sur la même période, hors initiative Tibi, leur soutien financier direct demeure limité. En effet, le programme *deep tech* de France 20230 a contribué pour 210 M€ depuis 2023 à l'investissement dans le secteur²².

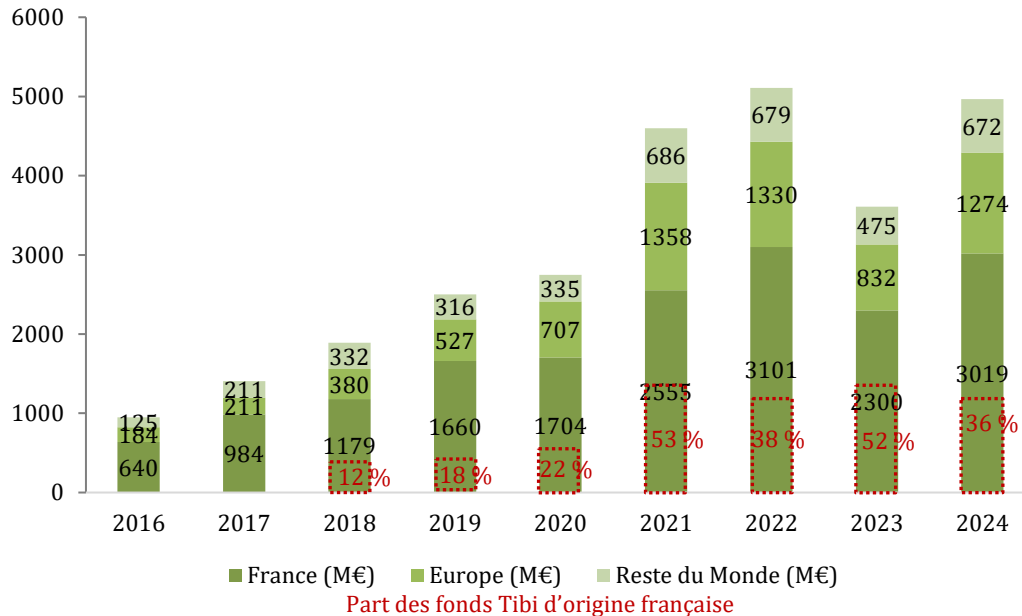
De façon plus globale, entre 2020 et 2021, l'investissement dans les entreprises technologiques a augmenté de 67 % (cf. Graphique 15). En particulier, l'investissement par des fonds d'origine française a augmenté de 50 % sur cette période (avec un pic à 3,1 Md€ investi en 2022). Au sein de ces investissements français, les montants investis par des fonds homologués par l'initiative représentent en moyenne environ 45 % des montants investis par des fonds français depuis 2020.

²² Le programme France 2030, initié en 2023, prévoit un soutien au secteur de la *deep tech*, via l'action « Accélération de la croissance (fonds propre) » du programme 424. Ce programme, relevé à 500 millions d'euros en 2025, comprend 65 millions d'euros à destination des entreprises du secteur, via le Plan Deep tech. À cela s'ajoutent les 100 M€ du fonds spécifiquement dédié à la *deep tech*, encadré par la convention du 22 août 2023 entre l'État, l'EPIC Bpifrance et la société par actions simplifiées Bpifrance Investissement relative au Plan France 2030, et doté de 145 M€, contre 100 M€ initialement.

Rapport

Au sein de l'initiative, les fonds homologués ont réalisé 813 investissements depuis le lancement de l'initiative, dont 52 % dans des entreprises technologiques françaises (représentant 45 % des montants investis par ces fonds).

Graphique 15 : Montants investis (en VC et growth) dans des entreprises technologiques selon l'origine géographique du fonds investisseur (en M€)



Source : France Invest ; Direction générale du Trésor.

3.1.2. La répartition des investissements des fonds de *private equity* en France s'est trouvée modifiée depuis le lancement de l'initiative Tibi, au profit des secteurs technologiques

La répartition des investissements des fonds de *private equity* en France s'est trouvée modifiée depuis le lancement de l'initiative Tibi, avec une progression des investissements destinés au secteur de l'informatique, du numérique et de la communication.

En France, les investissements dans des entreprises technologiques²³ a été multiplié par 3,2 depuis le lancement de l'initiative Tibi, en passant en moyenne de 1,6 Md€ par an à 5,2 Md€ entre la période pré-Tibi et la période Tibi (cf. Graphique 16). Par comparaison, en Allemagne, cette part a été multiplié par 2,5, passant de 1,3 Md€ à 3,3 Md€ par an (cf. Graphique 17).

²³ À des fins de comparaison internationale, les investissements des sociétés de capital-investissement ont été répartis en sept catégories. Cette répartition a supposé de regrouper certaines catégories statistiques entre elles.

Pour les données portant sur le capital-investissement en Allemagne :

- Les catégories « chemicals » et « business products and services » distinguées par Invest Europe ont ainsi été regroupées sous la catégorie « Industrie et chimie ».
- Les catégories « transportation » et « financial and insurance activities » distinguées par Invest Europe ont été regroupées sous la catégorie « Services financiers et de transport ».
- Les catégories « construction », « agriculture », « real estate » et « other » distinguées par Invest Europe ont été regroupées sous la catégorie « Autres secteurs ».

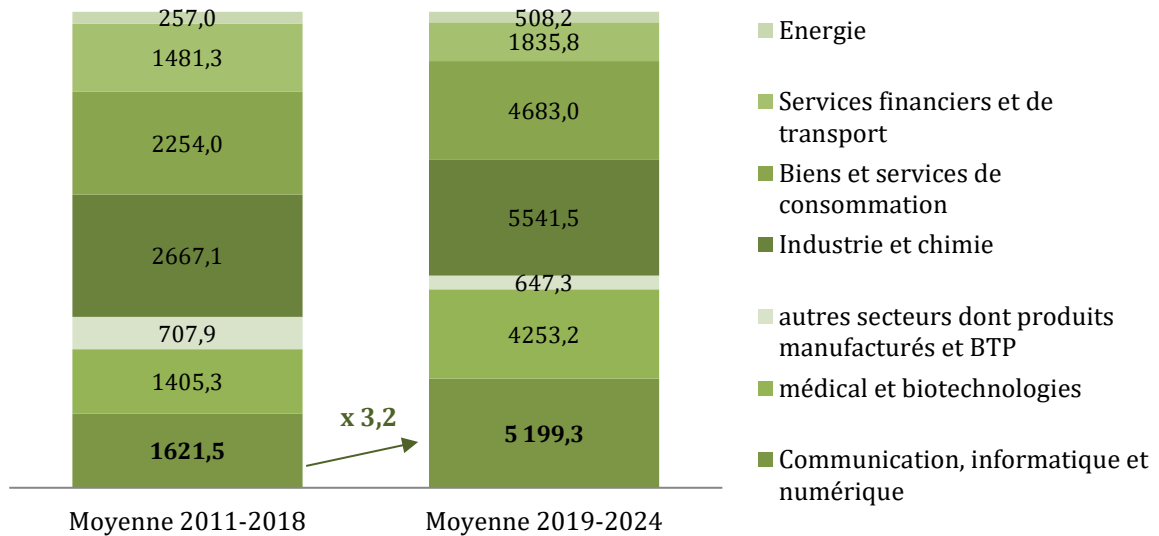
Pour les données portant sur le capital-investissement en France :

- Les catégories « Informatique et numérique » et « Télécoms et communication » distinguées par France Invest et Grant Thornton ont été regroupées sous la catégorie « Communication, informatique et numérique ».

Source : Invest Europe (<https://www.investeurope.eu/media/3817/investeuropesectorclassifications-v2.xlsx>)

Rapport

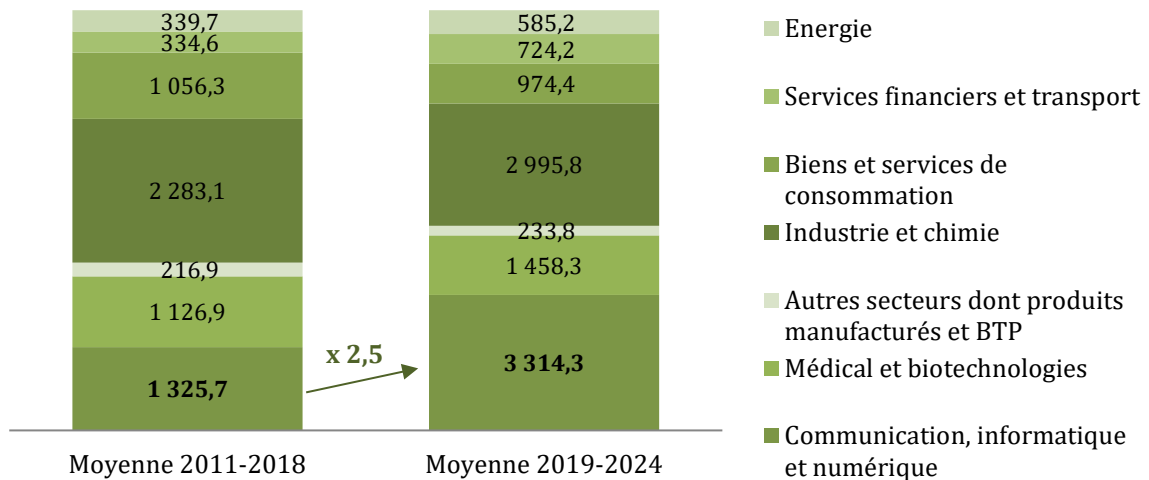
Graphique 16 : Répartition sectorielle des investissements en *private equity* en France (en M€)



Source : « Activité des acteurs français du capital-investissement » (2011-2025), France Invest / Grant Thornton

Lecture : La part des investissements de capital-investissement consacrés à la communication, l'informatique et au numérique a progressé tant en proportion du total des investissements, qu'en volume, passant de 1621,6 millions d'euros avant 2018 à 5199,3 millions d'euros depuis 2018.

Graphique 17 : Répartition sectorielle des investissements en *private equity* en Allemagne (en M€)



Source : Invest Europe / EDC

Si la comparaison met en lumière un accroissement de la part qu'occupe le secteur des entreprises technologiques dans les levées de capital-investissement plus fort en France qu'en Allemagne, il est néanmoins difficile d'attribuer cette tendance à l'effet de la seule initiative Tibi compte tenu des soutiens publics engagés à la même date (plan France Relance puis France 2030 mais aussi l'action de la BPI) ainsi que d'une conjoncture favorable.

3.2. Au cours des dernières années les entreprises technologiques se sont renforcées

3.2.1. Les entreprises technologiques ont vu leur taux de survie s'améliorer depuis 2019

Les entreprises technologiques ont vu leur taux de survie²⁴ s'améliorer significativement depuis 2019 (cf. Tableau 9).

En effet, alors que seulement 2 % d'une cohorte d'entreprise dépassaient les levés de fonds en série C sur la période 2010-2019, ce taux est passé à 9 % depuis 2020.

Toutefois, il convient de souligner que ce taux de survie renseigne uniquement sur le passage au tour de financement suivant et ne préjuge pas de la solidité économique des entreprises. Son amélioration récente a, pour partie, résulté du contexte d'abondance de 2020-2021, de niveaux de valorisation élevés et de l'usage de tours intermédiaires (« *bridge* »/« *extension* ») susceptibles de brouiller la distinction entre séries.

Ce constat traduit un écosystème mieux capitalisé et professionnalisé (fonds plus profonds, accompagnement meilleur, effets d'entraînement publics/privés), une capacité accrue à développer, et des filières plus attractives pour les investisseurs en *late-stage*.

Tableau 9 : Taux de survie des entreprises technologiques selon le stade de levée de fonds

Stade de levée	Taux de survie	
	2010-2019	2020-2023
ANGEL	60 %	80 %
SEED	40 %	60 %
EARLY VC	30 %	50 %
SERIES A	20 %	38 %
SERIES B	15 %	19 %
SERIES C	6 %	9 %
GROWTH EQUITY VC	2 %	9 %
LATE VC	1 %	8 %
SERIES D	1 %	7 %

Source : Direction Générale des Entreprises

Lecture : entre 2011 et 2019, 60% des fonds qui ont levé au stade Angel parviennent à lever au stade de seed.

3.2.2. L'initiative Tibi a permis de soutenir l'investissement dans des licornes françaises

Un des objectifs de l'initiative consistait notamment à renforcer l'accompagnement des start-ups avancées dans leurs stades de levées et/ou envisageant une introduction en bourse.

Dès le lancement de l'initiative, une étude publiée en septembre 2020 par Cedrus & Partners relevait que l'écosystème Tibi comportait un nombre significatif de fonds spécialisés dans le « *venture capital* » (séries A, avec le plus souvent une poche dédiée au « *seed* ») et, de ce fait, insuffisamment positionnés sur l'accompagnement de la croissance au sens retenu par le rapport Tibi.

²⁴ La survie désigne la capacité de la startup à aller au stade de levée suivant.

Rapport

Au 31 mars 2025, les fonds homologués ont investi dans 47 licornes²⁵, dont 21 licornes françaises, de même que dans 26 start-ups du Next40 (dont quinze sont par ailleurs des licornes) et 34 start-ups du FT120 (dont quatre font aussi partie du Next40), depuis le lancement de l'initiative Tibi (cf. Encadré 4). En moyenne, les fonds labellisés Tibi parviennent à participer à un quart (26 %) des levées réalisées par ces licornes (et 9 % en volume total).

Encadré 4 : Investissements des fonds Tibi dans les licornes françaises

Les 21 licornes françaises dans lesquelles les fonds homologués Tibi ont investi sont :

Planisware (16M€ investis) ;
Ivalua (28M€ investis) ;
Doctolib (100M€ investis sur 751M€ levés) ;
Aircall (16M€ investis sur 194M€ levés) ;
Payfit (65M€ investis sur 433,5M€ levés) ;
IAD (20M€ investis sur 300M€ levés) ;
Younited (49M€ investis sur 1100M€ levés) ;
Electra (4M€ investis sur 386M€ levés) ;
Backmarket (70M€ investis sur 970M€ levés) ;
Dataiku Inc. (77M€ investis sur 196M€ levés) ;
Sorare (35M€ investis sur 659M€ levés) ;
Vestiaire Collective (61M€ investis sur 622M€ levés) ;
Qonto (15M€ investis sur 627M€ levés) ;
Algolia (20M€ investis sur 84M€ levés) ;
Ankorstore (28M€ investis sur 365M€ levés) ;
Kpler (49M€ investis sur 200M€ levés) ;
ContentSquare (21M€ investis sur 1280M€ levés) ;
Mistral AI (5M€ investis sur 426M€) ;
Agicap (45M€ investis sur 112M€ levés) ;
EcoVadis (50M€ investis sur 491M€ levés).

Source : Direction Générale du Trésor

En particulier, **l'initiative Tibi via les fonds homologués a permis de soutenir 32 licornes de séries C et D+ (dont treize françaises)** : dix licornes de série C (dont trois françaises : Aircall, Ankorstore et Agicap) et 22 licornes de série D+ (dont dix françaises : Doctolib, Payfit, IAD, Younited, BackMarket, Dataiku Inc., Vestiaire Collective, Qonto, Algolia et ContentSquare).

Toutefois, l'écosystème de soutien au développement de licornes demeure perfectible.

Le rapport Tibi indiquait que « *la dernière levée permettant d'accéder au statut de licorne dépasse généralement 100 M€* ». Au regard des principes de diversification, un tel objectif suppose la constitution de véhicules d'investissement d'une taille de l'ordre d'un milliard d'euros.

Le même rapport fixait l'objectif de constituer, à l'horizon 2022, dix fonds de « *late stage* » gérant chacun au moins un milliard d'euros. Ni la première, ni la deuxième phase de l'initiative n'ont permis d'atteindre cette cible.

²⁵ Une licorne désigne une start-up qui est valorisée à plus d'un milliard de dollars.

4. La mission recommande la poursuite de l'initiative et l'accompagnement de sa dynamique à l'échelle européenne, tant en raison de son faible coût que des effets d'entraînement et d'image sur le secteur

L'initiative Tibi s'inscrit dans un ensemble des dispositifs en faveur du secteur technologique français dans une logique d'animation de la politique industrielle : elle agit comme instrument de coordination et de signal auprès des acteurs du financement des entreprises technologiques.

Sur la période récente, elle a ainsi contribué à accroître la lisibilité de la place française auprès des investisseurs institutionnels et à sécuriser des *closings* de plus grande taille, en particulier sur le segment *growth*. Les investisseurs « Tibi » représentent environ 29 % des montants levés par les fonds homologués, dont 61 % orientés vers des véhicules supérieurs à 200 M€, ce qui atteste d'un effet de levier ciblé sur la profondeur des véhicules.

L'analyse des allocations suggère toutefois un mécanisme de substitution dans des poches actions globalement constantes. Les assureurs n'ont pas accru leur exposition agrégée au *private equity* du fait de Tibi ; l'effet observé relève surtout d'un rééquilibrage interne (entre coté/non coté) et d'une orientation sectorielle plus marquée vers la technologie.

En revanche dans le cadre de l'initiative, moins de trois fonds ont réussi des levées supérieures à 1 Md€, ce qui traduit une profondeur encore incomplète par rapport à des places plus matures. Du point de vue des résultats financiers, les rendements des fonds homologués Tibi apparaissent, en moyenne, comparables à ceux du marché *VC/growth*.

Au regard de son coût budgétaire négligeable pour l'État, l'initiative produit essentiellement un double effet immatériel : effet de communication et effet de « *nudge* » (initial puis résiduel) favorisant l'alignement des parties prenantes. Elle ne traite pas, en revanche, la faiblesse structurelle de l'épargne longue en France causée principalement par l'absence de fonds de pension.

Dans ce contexte, la décision d'arrêter cette initiative aurait un effet signal important, tant auprès de l'écosystème de développement des entreprises technologiques, mais aussi à l'international : Tibi intéresse d'autres pays européens²⁶ tandis que l'apport de l'initiative Tibi à l'écosystème de la tech en France a ainsi été souligné par les services du FMI dans leur Article IV pour la France²⁷.

²⁶ L'Allemagne a lancé en septembre 2024 l'initiative WIN, inspirée du modèle français. Lancée en 2024, l'initiative WIN est portée par la KfW (*Kreditanstalt für Wiederaufbau*, banque publique allemande de développement) pour mobiliser environ 12 milliards d'euros d'ici 2030 en faveur du financement des start-up et de l'innovation, via une coordination public-privé et un plan d'action en dix volets. D'autres pays (Pologne, Pays-Bas, Grèce, Autriche, Irlande mais aussi le Royaume-Uni) ont engagé des discussions ou exprimé leur intérêt.

²⁷ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2025/07/11/France-2025-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-568520>

4.1. La mission recommande de poursuivre l'initiative mais en la recentrant sur ses objectifs initiaux

La mission recommande ainsi de poursuivre l'initiative tout en la recentrant sur ses objectifs initiaux, tels qu'ambitionnés dans le rapport Tibi :

- ◆ i) faire émerger des véhicules de grande taille, incluant des fonds supérieurs à 1 Md€ ;
- ◆ ii) renforcer l'offre de fonds de *growth* pour accompagner la montée en puissance des entreprises technologiques arrivées à ces stades de développement.

Ainsi dans l'hypothèse d'une phase 3 de l'initiative, une évolution pourrait consister à passer d'une phase d'émergence (soutien des « *first-time funds/first-time teams* » soutenus en Tibi 1 et 2) à une phase de consolidation. Il s'agirait d'aider les équipes performantes à changer d'échelle (augmentation de la taille cible des véhicules) et de privilégier le soutien aux fonds de *growth*, en cohérence avec les constats initiaux du rapport Tibi.

Un ciblage sur la thématique d'innovation technologique plus affirmé est recommandé, en particulier s'agissant de la *deeptech*. Ceci peut être caractérisé par une obligation de recrutement de spécialistes du secteur *deeptech* par les fonds demandant l'homologation. Cette attention ainsi portée à ce marché spécifique permet en outre de renforcer l'articulation de l'initiative avec les besoins de technologies duales de la base industrielle et technologique de défense (BITD) et, plus largement, avec les filières stratégiques nationales et européennes.

En termes de calendrier, la poursuite de l'initiative pourrait être engagée dès 2026 en vue d'un lancement effectif au 1^{er} janvier 2027. En effet, au regard des annonces récentes portant le total des capitaux alloués par les investisseurs institutionnels de l'initiative au-delà de 15 Md€ à fin 2026²⁸, une anticipation d'une troisième phase de l'initiative est envisageable. Cette nouvelle période d'engagement sur 3 ans permettrait ainsi de couvrir un cycle complet d'investissement de 10 ans depuis le lancement de l'initiative en 2020.

Cela permettrait de consolider des équipes et des fonds ayant déjà fait preuve de leur capacité à apporter de la rentabilité aux investisseurs institutionnels, et ainsi accroître la taille moyenne des fonds Tibi. De plus, ces équipes auront déjà démontré leur connaissance du secteur des entreprises technologiques.

La gouvernance gagnerait à être allégée et proportionnée : procédures d'homologation standardisées et donc plus rapides, critères transparents et limités en nombre, et publication annuelle d'un tableau de bord unique sur la part des investissements effectivement réalisés dans des entreprises *deeptech*.

L'ensemble de ces ajustements doit maintenir l'effet signal de l'initiative tout en maximisant son efficacité opérationnelle et le développement du segment *growth*.

Toutefois un point de vigilance est identifié : il existe un risque de diminution des capitaux effectivement mobilisables par rapport aux annonces des phases précédentes. En conséquence, la communication autour d'une éventuelle troisième phase gagnerait à être davantage orientée vers le maintien de l'effort de soutien, plutôt que vers l'annonce d'engagements de montants élevés.

²⁸<https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/2025/09/16/initiative-tibi-une-objectif-rehausse-a-15-milliards-d-euros>

4.2. Sans un soutien politique assumé, il apparaît difficile de porter l'initiative à l'échelle européenne et ainsi mobiliser d'autres investisseurs institutionnels

L'eupéanisation de l'initiative permettrait un élargissement de l'accès aux capitaux et une diversification des sources de financement : l'ouverture de l'initiative à des partenaires européens faciliteraient la mobilisation de nouveaux investisseurs institutionnels au bénéfice des fonds d'investissement français, facilitant le financement de fonds de plus grandes tailles.

Ce passage à l'échelle européenne permettrait aussi de réunir des partenaires européens autour des problématiques de filières stratégiques (*deeptech*, climat, santé, semi-conducteurs...), favorisant ces secteurs prioritaires, en cohérence avec les recommandations du rapport Draghi.

Par ailleurs, une médiation par la Commission européenne n'est pas recommandée : toutes les parties prenantes rencontrées par la mission s'y sont opposées, considérant que l'existence du FEI couvre déjà une partie des besoins et qu'une telle organisation alourdirait les procédures et allongerait les délais, au détriment de la rapidité d'exécution offerte par des accords bilatéraux *ad hoc*.

En parallèle de la poursuite de l'initiative, sans un soutien politique au plus haut niveau, placé sous l'autorité du ministre chargé de l'Économie et des Finances, la poursuite de l'initiative aura des difficultés à passer à l'échelle européenne.

Un tel soutien confèrerait visibilité et légitimité à l'initiative (effet de « *nudge* » déjà observé lors de la phase 1), indispensables pour mobiliser des investisseurs institutionnels étrangers et consolider la place de Paris. Il permettrait aussi d'inscrire la démarche dans la durée, d'en clarifier les objectifs et de porter, au plus haut niveau, un message cohérent auprès des potentielles places financières partenaires.

Dans un premier temps, des contacts au niveau ministériel ou gouvernemental pourraient être pris avec les principaux partenaires européens afin de faire connaître l'initiative et d'appuyer, de manière officielle, le soutien public qui lui est accordé (dans la suite des déplacements déjà effectués par M. Philippe Tibi, à la demande de nos partenaires européens). Ces échanges (visites bilatérales, interventions lors d'événements de place) viseraient à crédibiliser la démarche et à en porter le message auprès des décideurs institutionnels européens.

Par la suite, ces séquences politiques devraient conduire à la création de points de contact locaux auprès des investisseurs institutionnels locaux (fonds de pension, assureurs, fonds souverains). L'objectif serait alors de transformer la visibilité politique en opportunités pour ces investisseurs de rejoindre l'initiative en France en participant aux ateliers et comités.

Enfin, un « sherpa » dédié pourrait être désigné au sein de l'initiative pour assurer le suivi opérationnel des engagements pris au niveau politique. Il aurait pour mission de coordonner les échanges avec les investisseurs institutionnels français et étrangers intéressés, à organiser la participation de ces derniers aux ateliers en France. Cette organisation permettrait d'assurer la continuité entre l'impulsion politique et la réalisation effective des investissements.

Rapport

À Paris, le 17 octobre 2025

Les membres de la mission,

Sous la supervision de
l'inspecteur général des finances,

Handwritten signature of Hippolyte d'Albis in black ink.

Hippolyte d'Albis

L'inspecteur des
finances,

Handwritten signature of Jean-Baptiste Rozières in black ink.

Jean-Baptiste Rozières

ANNEXES

LISTE DES ANNEXES

ANNEXE I : LISTE DES PERSONNES RENCONTRÉES

ANNEXE II : GLOSSAIRE

ANNEXE III : LETTRE DE MISSION

ANNEXE I

Personnes rencontrées par la mission

SOMMAIRE

1. PRÉSIDENTE DE LA RÉPUBLIQUE.....	1
2. CABINETS MINISTÉRIELS	1
2.1. Ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique.....	1
2.2. Ministre déléguée chargée de l'Intelligence artificielle et du Numérique.....	1
3. ADMINISTRATIONS CENTRALES.....	1
3.1. Ministère de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique.....	1
3.1.1. Direction générale du Trésor.....	1
3.1.2. Direction générale pour l'armement – Dialogue de place BITD.....	2
3.1.3. Direction générale des entreprises.....	2
3.1.4. Secrétariat général pour l'investissement (SGPI).....	2
3.2. Caisse des dépôts et consignations.....	2
3.3. Banque publique d'investissement.....	2
3.4. Autorité des marchés financiers (AMF).....	2
4. FONDS EUROPÉEN D'INVESTISSEMENT (FEI)	2
5. INITIATIVE TIBI.....	2
6. ASSOCIATIONS PROFESSIONNELLES.....	3
6.1. Association Française de la gestion financière (AFG).....	3
6.2. Association française des marchés financiers (AMAFI).....	3
6.3. France Assureurs.....	3
6.4. France Digitale	3
6.5. France Invest.....	3
7. ASSURANCES	4
7.1. Allianz France	4
7.2. AG2R.....	4
7.3. Assurances du Crédit Mutuel	4
7.4. AXA Investment Managers	4
7.5. BPCE Assurance	4
7.6. Crédit Agricole Assurances	4
7.7. CNP Assurances	4
7.8. Société Générale Assurance	4

8. FONDS D'INVESTISSEMENT	5
8.1. Amundi	5
8.2. BNP Paribas Cardiff	5
8.3. Cathay Capital	5
8.4. Eurazeo	5
8.5. La Fonciere de l'Echiquier	5
8.6. Global Founders	5
8.7. Iris Capital	5
8.8. Jeito	5
8.9. Jolt	5
8.10.. Keensight	6
8.11.. Korelya	6
8.12.. Omnes Capital	6
8.13.. Otium Capital	6
8.14.. Partech	6
8.15.. Quadrille Capital	6
8.16.. RockBy	6
8.17.. Serena	6
8.18.. Tikehau Capital	6
9. BANQUES	7
9.1. Société Générale CIB	7
10. START-UP	7
10.1.. Verkor	7

1. Présidence de la République

- ♦ M. Matthieu Landon, conseiller économique.

2. Cabinets ministériels

2.1. Ministre de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique

- ♦ M^{me} Charlotte Ast, conseillère Financement de l'économie et Outre-mer.

2.2. Ministre déléguée chargée de l'Intelligence artificielle et du Numérique

- ♦ M^{me} Amélie Pinget, conseillère écosystème startup et financement.

3. Administrations centrales

3.1. Ministère de l'économie, des finances et de la souveraineté industrielle et numérique

3.1.1. Direction générale du Trésor

- ♦ M. Alexis Zajdenweber, commissaire aux participations de l'État ;
- ♦ M^{me} Sandrine Menard, sous-directrice du financement des entreprises et du marché financier – FINENT ;
- ♦ M^{me} Camille Sutter, cheffe du bureau du financement et du développement des entreprises - FINENT2 ;
- ♦ M. Jean de Livonniere, adjoint à la Cheffe du bureau du financement et du développement des entreprises - FINENT2 ;
- ♦ M. Philippe Guyonet-Duperrat, sous-directeur des assurances ;
- ♦ M. Clement Robert, chef du bureau marches et produits d'assurance - ASSUR 1 ;
- ♦ M. Matthieu Pequegnot, adjoint au chef du bureau marches et produits d'assurance - ASSUR 1 ;
- ♦ M. Pierre Martin-Dussaud, adjoint au chef du bureau marches et produits d'assurance - ASSUR 1 ;
- ♦ M^{me} Diane Fattelay, cheffe du bureau des entreprises et intermediaires d'assurance – ASSUR 2 ;
- ♦ M. Jeremy Fraisse, adjoint à la cheffe du bureau des entreprises et intermediaires d'assurance – ASSUR 2.

3.1.2. Direction générale pour l'armement – Dialogue de place BITD

- ♦ M. Philippe Brassac ;
- ♦ M. Hervé Guillou.

3.1.3. Direction générale des entreprises

- ♦ M^{me} Oriane Chenain, cheffe du service de la compétitivité, de l'innovation, et du développement des entreprises ;
- ♦ M. Jérôme Gazzano, sous-directeur de l'innovation.

3.1.4. Secrétariat général pour l'investissement (SGPI)

- ♦ M. Pascal Werner, ancien directeur financements, investissements et amorçage ;
- ♦ M. Georges-Etienne Faure, Directeur adjoint fonds propres, France 2030.

3.2. Caisse des dépôts et consignations

- ♦ M^{me} Olivia Yedikardachian, head of funds portfolio.

3.3. Banque publique d'investissement

- ♦ M^{me} Adeline Lemaire, directrice exécutive et directrice fonds de fonds ;
- ♦ M. Florent Debieuvre, directeur du pôle fonds innovation.

3.4. Autorité des marchés financiers (AMF)

- ♦ M. Sebastien Raspiller, secrétaire général ;
- ♦ M. Philippe Sourlas, directeur de la gestion d'actifs.

4. Fonds européen d'investissement (FEI)

- ♦ M. Nicolas Perard, *head of digital and energy growth funds investment*.

5. Initiative Tibi

- ♦ M. Philippe Tibi, auteur du rapport « Tibi » ;
- ♦ M. Philippe Englebert, Lazard, rapporteur du rapport « Tibi ».

6. Associations professionnelles

6.1. Association Française de la gestion financière (AFG)

- ◆ M^{me} Aude de Lardemelle, directrice générale de CDC Croissance ;
- ◆ M^{me} Isabelle de Cremoux, CEO Seventure Partners ;
- ◆ M^{me} Adina Gurau Audibert, head of asset management expertise ;
- ◆ M. StéphaneAidan, Directeur, chef de pôle gestions financières et management du risque ;
- ◆ M. David Muresianu, chargé de mission auprès de la direction de l'inspection générale BPCE ;
- ◆ M^{me} Nathalie Brown, CDC Croissance.

6.2. Association française des marchés financiers (AMAFI)

- ◆ M^{me} Stéphanie Hubert, presidente Amafi ;
- ◆ M. Mathieu Jacolin, directeur des activités de marché ;
- ◆ M. Vincent Le sann, deputy CEO, Head of Equity Capital Market at Portzamparc BNP Paribas group.

6.3. France Assureurs

- ◆ M. Paul Esmein, directeur général ;
- ◆ M. Philippe Taffin, directeur finance et investissement.

6.4. France Digitale

- ◆ M^{me} Agata Hidalgo, chargée de relations institutionnelles ;
- ◆ M. Yann Boulay, responsable affaire publique France Digital ;
- ◆ M^{me} Elina Berrebi, vice-présidente investisseur et co-founders at Revaia ;
- ◆ M. Pierre Emmanuel Struyven, Supernova Invest ;
- ◆ M^{me} Audrey Soussan, Ventech Capital ;
- ◆ M^{me} Samantha Jérusalmy, Elaya capital ;
- ◆ M. Yvan-Michel Ehkirch, KARISTA ;
- ◆ M. Thierry Vandewalle, Wind Capital.

6.5. France Invest

- ◆ M. Alexis Dupont, directeur général ;
- ◆ M. Simon Ponroy, directeur des études économiques et statistiques ;
- ◆ M. Edouard Durand, responsable relations investisseuses et affaires internationales.

7. Assurances

7.1. Allianz France

- ♦ M^{me} Martine Legendre, responsable des actifs non cotés.

7.2. AG2R

- ♦ M. Cyrille Roustang, responsable investissement private equity.

7.3. Assurances du Crédit Mutuel

- ♦ M^{me} Mounia Khamlish Ficher, responsable des actifs non cotés.

7.4. AXA Investment Managers

- ♦ M. Matthieu Bonte, CIO ;
- ♦ M. KOMARNICKI Benjamin, responsable du pilotage de la stratégie de PE.

7.5. BPCE Assurance

- ♦ M. François-Henri Brault, directeur des investissements ;
- ♦ M. Thomas Le Quang, responsable du private equity.

7.6. Crédit Agricole Assurances

- ♦ M^{me} Magali Chesse, responsable des stratégies d'investissements Actions, Private Equity et infrastructures.

7.7. CNP Assurances

- ♦ M. Olivier Guigné, directeur des investissements et épargne Europe ;
- ♦ M^{me} Cecile Blondeau Dallet, directrice des investissements France ;
- ♦ M. Stephane Trarieux, responsable du département financement de l'économie.

7.8. Société Générale Assurance

- ♦ M. Philippe Perret, directeur général ;
- ♦ M^{me} Mai Nguyen, directrice générale déléguée.

8. Fonds d'investissement

8.1. Amundi

- ♦ M. Pierre Blanchet, responsable des solutions d'investissement ;
- ♦ M. Arnaud Faller, directeur général adjoint de CPR Asset management ;
- ♦ M. Paul Mauduit, responsable du private equity.

8.2. BNP Paribas Cardiff

- ♦ M. Xavier BELLIGON, CIO.

8.3. Cathay Capital

- ♦ M. Denis Barrier, co-founder and CEO of Cathay Innovation ;
- ♦ M^{me} Margaux Briole, responsable relations investisseurs.

8.4. Eurazeo

- ♦ M. Benoist Grossman, Senior Managing Partner – Chairman Eurazeo Tech.

8.5. La Fonciere de l'Echiquier

- ♦ M. Michel Saugné, chief investment officer.

8.6. Global Founders

- ♦ M. David Sainteiff, partner.

8.7. Iris Capital

- ♦ M. Julien-David Nitlech, managing partner ;
- ♦ M. Erik de la Riviere, managing partner.

8.8. Jeito

- ♦ M^{me} Rafaele Tordjman, fondatrice et CEO ;
- ♦ M^{me} Sabine Dandiguan, managing partner ;
- ♦ M. Jacques de tournemire - consultant en affaire publiques.

8.9. Jolt

- ♦ M. Jean Schmitt, président et managing partner.

8.10. Keensight

- ♦ M. Jean-Michel Beghin, *managing partner* ;
- ♦ M. Philippe Crochet, *managing partner*.

8.11. Korelya

- ♦ M^{me} Fleur Pellerin, founding partner.

8.12. Omnes Capital

- ♦ M. Michel de Lempdes, managing partner.

8.13. Otium Capital

- ♦ M. Pierre Ménard, Montyon Capital. Partner.

8.14. Partech

- ♦ M. Reza Malekzadeh, general partner ;
- ♦ M. Philippe Collombel, fondateur et general partner.

8.15. Quadrille Capital

- ♦ M. Brice Delome, CEO ;
- ♦ M. Jerome Chevalier, deputy CEO.

8.16. RockBy

- ♦ M. Benjamin Paternot, managing partner.

8.17. Serena

- ♦ M^{me} Stephanie Nizard, investors relations et partner.

8.18. Tikehau Capital

- ♦ M. Xavier Musca, président ;
- ♦ M. Henri Marcoux, deputy CEO.

9. Banques

9.1. Société Générale CIB

- ♦ M. Pierre Troussel, Head of Equity Capital Markets for France, Belgium and Luxembourg ;
- ♦ M. Daniel Weisslinger, Global Co-Head of TMT Corporate Finance ;
- ♦ M. Christophe Hemous, Director Investment Banking Division.

10. Start-up

10.1. Verkor

- ♦ M. Cédric Goarant, *chief financial officer* ;
- ♦ M. Enzo Ribeiro, directeur de cab du CEO et directeur du financement ;
- ♦ M^{me} Kanika Goyal, relation investisseur et levé de fonds.

ANNEXE II

Glossaire

Annexe II

Private-equity (PE) ou capital-investissement : au sens large, type d'investissement qui consiste à investir dans des entreprises non cotées en bourse, généralement dans le but de les soutenir financièrement pour leur développement, ou de les restructurer afin de maximiser leur valeur avant de les revendre ;

Amorçage (*pre-seed*) : financement initial, souvent par les fondateurs, proches ou business angels, pour valider l'idée ;

Seed (capital d'amorçage) : premières levées institutionnelles pour développer un prototype et tester le marché ;

Early stage : financement pour lancer le produit sur le marché et structurer l'équipe, souvent via des fonds de venture capital (capital-risque) ;

Late stage : levées importantes pour consolider la position, accélérer la croissance internationale ou préparer une sortie ;

Growth ou capital-croissance : entreprise rentable ou proche de l'être, cherchant à financer son expansion ; intervient à la frontière entre venture capital et private equity ;

IPO (Initial Public Offering) : entrée en bourse, ouvrant le capital au public ;

Venture-capital (VC) ou capital-risque : investissement couvrant couvre les phases à haut risque (*seed* à *late stage*) ;

Investisseurs institutionnels ou limited partners (LPs) : investisseurs apportant du capital à un fonds d'investissement dans l'espoir de générer un bénéfice. Contrairement aux fonds d'investissement (*GP - general partners*), ils ne sont pas actifs dans la vie du fonds. Ils ont donc un rôle généralement passif.

ANNEXE III

Lettre de mission



GOUVERNEMENT

*Liberté
Égalité
Fraternité*

Paris, le **21 MAI 2025**

Nos références : MEFI-D25-04792

Madame la cheffe du Service de l'inspection générale des finances,

Le rapport remis au ministre de l'Économie et des Finances par Philippe Tibi en juillet 2019 (*Financer la IVème révolution industrielle – Lever le verrou du financement des entreprises technologiques*, ci-joint) a mis en lumière une double défaillance de marché en France : une offre de capitaux insuffisante dans les phases de financement dites *late stage*, et une sous-représentation des investisseurs spécialisés capables d'accompagner les entreprises innovantes jusqu'à leur introduction en bourse.

Ce constat a conduit au lancement de l'initiative dite « Tibi ». Son ambition était de mobiliser une part plus significative des capitaux gérés par les investisseurs institutionnels français pour renforcer l'écosystème national du financement technologique, en complément de l'action de Bpifrance.

Alors que la mise en œuvre de la deuxième phase de l'initiative (2023-2026) est assez avancée et que se pose la question d'étendre l'initiative (i) à l'échelle européenne ou (ii) à certains enjeux de financement sectoriel tels que celui des infrastructures numériques et de la base industrielle et technologique de défense (BITD), il apparaît opportun que l'Inspection générale des Finances puisse procéder à l'évaluation de ce dispositif.

Une telle évaluation devrait concerner les deux phases de l'initiative, au regard des objectifs stratégiques fixés en 2019 : favoriser l'émergence de fonds de grande taille investissant dans les entreprises non cotées capables de financer les prochains champions technologiques, structurer une offre française d'investisseurs spécialisés dans les actions technologiques et participer à la consolidation d'un socle d'actionnaires de référence européens pour les entreprises innovantes en France.

Cette mission d'inspection pourrait s'articuler autour des principaux axes d'analyse suivants :

- 1) L'efficacité de l'initiative sur le développement d'un écosystème de financement des entreprises technologiques, en considérant :
 - Le volume de capitaux engagés par les investisseurs partenaires dans les fonds exposés à la technologie ;
 - Le rôle de l'initiative dans l'émergence de fonds de capital-innovation *late stage* de taille critique (≥ 1 Md€) et de fonds en actions cotées spécialisés en valeurs technologiques ;
 - Le lien entre l'initiative et la part des portefeuilles allouée aux investissements dans le capital-risque ;
 - L'effet d'entraînement sur l'écosystème de gestion d'actifs, en particulier en matière de recrutement, de spécialisation thématique et de montée en compétence ; et
 - La place de l'écosystème français de financement des entreprises technologiques au sein de l'Union européenne.
- 2) L'efficacité de l'initiative sur l'évolution du tissu d'entreprises technologiques en France, en considérant :
 - La répartition sectorielle et géographique des investissements réalisés et la part des fonds effectivement mobilisés vers des entreprises de l'innovation françaises ;
 - Le lien entre la capacité à lever des fonds et l'initiative Tibi ; et
 - La contribution des fonds homologués au financement des start-ups françaises (licornes, Next40/FT120), et aux IPO d'entreprises technologiques françaises et européennes.
- 3) La qualité de la gouvernance de l'initiative, en considérant :
 - Le respect des principes initiaux de l'initiative, notamment l'additionalité des investissements et la sélectivité des fonds homologués, et l'articulation entre la BPI, le FEI et l'initiative Tibi ;
 - La transparence et la clarté des critères de sélection des fonds par les comités d'homologation ;
 - L'efficacité du processus de labellisation ;
 - La satisfaction de l'écosystème de financement vis-à-vis du dispositif ;
 - Le rôle de l'initiative dans l'animation d'un dialogue entre différents types d'investisseurs institutionnels qui n'échangeaient pas auparavant.
- 4) Formuler des pistes d'évolution pour corriger les manquements ou points négatifs soulevés.

Cette mission pourra mettre en perspective le coût de cette initiative avec ses effets d'entraînement.

Dans le cadre de cette mission, vous pourrez vous appuyer sur les services de ce ministère, notamment la Direction générale du Trésor et la Direction générale des Entreprises. Une attention particulière devra être portée à la concertation avec les parties prenantes – investisseurs institutionnels, sociétés de gestion, entreprises investies.

Nous vous remercions de bien vouloir nous remettre vos conclusions d'ici le 30 juin, afin d'éclairer les décisions du gouvernement sur le futur de cette initiative, mais aussi la projection future de l'initiative au niveau européen, certains Etats membres et la Commission européenne étant intéressés par la réplication du dispositif.

Nous serons notamment attentifs au suivi de l'allocation géographique des fonds levés.

A black ink signature, appearing to be 'E. Lombard', written in a cursive style.

Éric LOMBARD
Ministre de l'Économie, des
Finances et de la Souveraineté
industrielle et numérique

A blue ink signature, appearing to be 'Clara Chappaz', written in a cursive style.

Clara CHAPPAZ
Ministre déléguée chargée de
l'Intelligence Artificielle et
Numérique