

Pour une finance stratégique et engagée, au service de la puissance singulière des économies française et européenne

Juin 2023

L'Initiative Souveraineté, lancée en janvier 2022, est la plateforme de l'Institut Choiseul dédiée aux enjeux de souveraineté et de résilience. Cette Initiative a pour but d'identifier et de promouvoir des mesures pragmatiques et concrètes destinées à renforcer l'autonomie stratégique de la France et de l'Europe. Au travers de rencontres régulières réunissant acteurs économiques de premier plan et experts reconnus, et par la production de documents de synthèse et d'orientation émanant des écosystèmes réunis, l'Institut Choiseul entend ainsi prendre part au débat sur la nécessaire souveraineté nationale et européenne dans des domaines aussi variés que la défense, l'industrie, l'agroalimentaire ou encore les transports.

La 10^{ème} Rencontre Souveraineté & Résilience s'est tenue le 14 avril 2023 autour d'acteurs de premier plan qui ont partagé leur témoignage, vision prospective et bonnes pratiques : Delphine d'AMARZIT, Directrice générale d'Euronext Paris ; Gonzague de BLIGNIÈRES, Co-fondateur de RAISE et Philippe HEIM, Président du directoire de la Banque Postale et Directeur général adjoint du Groupe La Poste.

Introduction

La souveraineté financière est le fondement de toute souveraineté économique. Elle peut s'entendre de deux façons, étroitement mêlées. L'une concerne la souveraineté du système monétaire et financier lui-même, face aux enjeux d'extraterritorialité, de concurrence normative ou de puissance monétaire. L'autre est de considérer la finance – les capitaux – comme l'un des principaux leviers de la souveraineté entendue comme puissance et résilience des acteurs économiques – incluant l'État et à travers lui, la prospérité commune et le lien entre les générations.

Le prérequis d'une souveraineté financière est de disposer d'une devise ayant le statut de monnaie de réserve *a minima*, et de surcroît de monnaie internationale. Il en existe deux véritables à ce jour, l'euro et le dollar, cette dernière se trouvant dans une situation de suprématie incontestable. Un autre aspect de la souveraineté financière se joue dans la capacité à mobiliser de l'épargne, à attirer des capitaux, et à pouvoir compter sur des acteurs financiers d'envergure, banques, bourses, fonds, talents et infrastructures de marché en tête.

Dans l'interdépendance actuelle des flux financiers mondialisés, l'objectif d'une souveraineté financière n'est pas l'autarcie mais plutôt de conserver une capacité à choisir et soutenir financièrement des spécificités propres à son économie et sa société de manière pérenne. Pour une entreprise, il s'agit de pouvoir activer des leviers de financement sans sacrifier son autonomie ni la maîtrise de son développement futur.

Dans un contexte de crises multiples marqué par l'urgence climatique, la résurgence de la guerre en Europe et l'accélération de la course technologique, les besoins de financement à destination de secteurs stratégiques et en faveur des transitions de modèles sont plus que jamais massifs et doivent être priorités. Simultanément, la situation macro-économique se traduit notamment par une hausse des taux directeurs et marque la fin d'une ère « d'abondance financière » pour les marchés : les entreprises sont contraintes dans leur recherche de fonds propres et les particuliers voient l'inflation dégrader leur épargne. Pour ce sujet financier comme pour d'autres, la ressource devient rare alors que les besoins sont croissants et interdépendants. Et là aussi, alors que les modèles sont bouleversés, les notions de « transition » et de « souveraineté » s'alignent.

L'heure est donc à une vision plus souveraine de la finance : stratégique et engagée, au service d'une économie réelle plus résiliente et durable.

Un dollar américain entre hégémonie et extraterritorialité

Si le poids du dollar recule sur certains aspects (60 % des réserves mondiales de devises versus plus de 80 % dans les années 1970), son rôle demeure incontournable dans les échanges mondiaux : il concerne encore 90 % des transactions du marché des changes et plus de la moitié de celles du commerce international. L'euro, seconde monnaie internationale, ne représente que 20 % des réserves mondiales.

Le « privilège exorbitant du dollar » (Valéry Giscard d'Estaing, 1964) perdure. La quantité de liquidités en circulation dans le monde et le rendement des placements de capitaux dépendent directement de la politique monétaire de la banque centrale américaine.

Hégémonique, le dollar entraîne par son renchérissement des coûts importants pour le reste du monde. La politique monétaire de la FED, guidée par les seuls besoins de l'économie américaine, contraint la souveraineté de la France et de l'Europe : « Le dollar est notre monnaie, mais c'est votre problème » résumait en 1971 John Connally, alors secrétaire américain au Trésor. Liée à une volonté de briser la spirale inflationniste, la politique volontariste de la FED initiée en juin 2022 a conduit à une remontée spectaculaire du dollar et a contraint la Banque centrale européenne (BCE) à relever ses taux directeurs. Sans cette appréciation du dollar, qui atteint des niveaux historiques face aux monnaies rivales, le baril de pétrole aurait coûté 8 % moins cher aux Européens.

L'application extraterritoriale du droit américain est une autre limite à une véritable souveraineté financière européenne. Les amendes dissuasives prononcées à l'encontre de banques européennes pour avoir enfreint des sanctions décidées par les États-Unis en sont un exemple. De même, le retrait unilatéral des États-Unis de l'accord sur le nucléaire iranien, en 2018, a considérablement réduit la possibilité des États parties européens d'en-

tretenir des relations financières avec l'Iran. Ceci a conduit des entreprises européennes à abandonner le développement de projets structurants, notamment dans le secteur de l'automobile ou de l'énergie.

Enfin, la guerre en Ukraine a rappelé que derrière le dollar, tout un écosystème financier agit aujourd'hui au service de la politique américaine et au détriment de ses concurrents ou de ses ennemis, comme avec l'exemple de la plateforme de messagerie standardisée de transferts interbancaires SWIFT à laquelle les Russes n'ont plus accès depuis un peu plus d'un an.

L'impact d'une souveraineté financière devenue une priorité chinoise

D'après la Banque des règlements internationaux, le yuan est devenu en 2022 la cinquième monnaie la plus échangée dans le monde. La devise chinoise progresse de trois places par rapport à 2019, et s'ancre solidement derrière le dollar, l'euro, le yen et la livre sterling. Elle représente 7 % des échanges mondiaux, soit 2,7 points de plus que trois ans auparavant.

Cette forte progression s'explique par des raisons à la fois conjoncturelles et structurelles. De façon conjoncturelle, la guerre en Ukraine a entraîné une percée du yuan en Russie. La monnaie chinoise a dépassé le dollar en volumes de transactions pour la première fois en février 2023. La Russie a représenté 3,58 % des paiements en yuan « offshore » en septembre 2022, la plaçant au quatrième rang de ses utilisateurs. Jusqu'en mars 2022, la Russie ne figurait même pas dans le top 15 des pays concernés par les échanges en yuan.

De façon structurelle, Pékin s'efforce d'affirmer le rôle du yuan dans le commerce international depuis la crise financière de 2009. La Chine fait sans équivoque de la souveraineté financière un élément essentiel de sa souveraineté nationale et de sa puissance. En avril 2017, lors d'une session d'étude organisée par le Politburo du Comité central du Parti communiste, Xi Jinping déclare que « la sécurité fi-

nançière est une composante importante de la sécurité nationale ». C'était deux ans après la création de l'alternative chinoise à SWIFT, le China International Payments System.

Une visite en Arabie saoudite de Xi Jinping, survenue en décembre dernier, confirme cette tendance. Le président chinois a appelé, à cette occasion, les pays du Golfe à recourir à la bourse du pétrole et du gaz naturel de Shanghai pour régler leurs transactions en yuan. Fin mars, un accord a été conclu entre la Chine et le Brésil pour que leurs échanges commerciaux soient exclusivement libellés en yuan et en réal. Des accords similaires ont été noués avec l'Afrique du Sud ou l'Argentine, en plus de la Russie.

Cette stratégie chinoise a des répercussions directes pour certains acteurs français et européens. Le 28 mars 2023, le géant chinois des hydrocarbures CNOOC et TotalEnergies ont scellé leur premier contrat en yuan. Ce dernier concerne 65 000 tonnes de gaz naturel liquéfié exportées depuis les Émirats arabes unis vers la Chine. Ceci est hautement symbolique sur un marché mondial de l'énergie où le dollar est en position d'hégémonie depuis un demi-siècle.

La finance durable face à l'urgence de la transition climatique

Le concept de finance durable n'est pas nouveau. Dès 1997, le Protocole de Kyoto s'accompagne de la naissance de mécanismes financiers liés à la réduction des émissions de carbone. Depuis, les initiatives pour verdir la finance mondiale se sont accélérées. Le concept de durabilité est devenu central, notamment au travers des 17 objectifs formalisés par les Nations unies en 2015 (ODD). La finance durable recouvre à la fois des enjeux de solidarité, de responsabilité sociale et de préservation de l'environnement.

L'autonomie stratégique européenne réclamée par Emmanuel Macron à la Haye, en avril 2023, passe par la généralisation d'entreprises dotées d'un modèle durable. C'est la raison pour laquelle l'Union européenne travaille

depuis plusieurs années à établir de nouvelles normes et règles (taxonomie, CSRD, etc.) afin de fléchir les capitaux vers ces modèles d'entreprises. Et les besoins de financement sont aujourd'hui considérables. Par exemple, selon les estimations du Plan Climat, la France seule doit mobiliser 27 milliards d'euros supplémentaires par an pour atteindre ses objectifs de réduction de gaz à effet de serre d'ici 2030, soit l'équivalent de son budget dédié à la santé.

Cette course à la finance durable est un enjeu mondial de souveraineté. L'élection du président Biden a marqué le retour des États-Unis dans la question climatique, avec la réintégration du pays dans l'Accord de Paris en février 2021. Premier pays pollueur avec un quart des émissions mondiales de gaz à effet de serre, la Chine affiche l'objectif d'une neutralité carbone d'ici 2060. Face à cette concurrence, l'enjeu pour l'Union européenne est de conserver son avance pour attirer investisseurs, entrepreneurs et chercheurs, afin de faire émerger des champions alignés avec nos exigences climatiques. Le Green Deal, présenté en décembre 2019 par Ursula von der Leyen, traduit cette ambition en fixant comme objectif de devenir le premier continent neutre pour le climat d'ici 2050. Les politiques publiques doivent permettre de réduire les émissions nettes de gaz à effet de serre d'au moins 55 % à horizon 2030.

La première brique de la stratégie européenne pour le climat est l'élaboration d'une taxonomie verte par l'Union européenne, visant à inciter les investisseurs à soutenir les activités économiques qui n'aggravent pas le changement climatique. Les premiers actes délégués de cette taxonomie ont été publiés en avril 2021. Cette dernière permet de limiter les opérations de greenwashing en s'appuyant sur des critères scientifiques et techniques exigeants.

En complément, l'Europe a avancé sur la construction d'un cadre comptable extra-financier soulignant la contribution des opérateurs économiques et financiers au développement durable. C'est le sens de la directive CSRD, publiée en décembre 2022, qui s'appliquera dès 2025 aux grandes entreprises de plus de 250 employés, puis aux petites et moyennes entreprises (PME) cotées, aux petits établissements de crédit non complexes et aux entreprises d'assurances captives.

Certains opérateurs financiers français et européens ont anticipé ces changements et s'engagent depuis plusieurs années en participant au déploiement d'une finance durable. Par exemple, la Banque postale est devenue la première banque européenne et l'une des premières institutions financières au monde à disposer d'une trajectoire de décarbonation validée par la « Science Based Targets Initiative » (SBTi). RAISE est pour sa part un groupe français pionnier dans la finance engagée, fort de 1,5 milliard d'euros sous gestion. Euronext, enfin, poursuit une stratégie de développement d'indices durables, tels que l'indice Low Carbon 100 Europe, le CAC 40 ESG ou bien encore le récent CAC SBTi. Ce nouvel indice climat français est le premier au monde basé sur l'approche SBTi qui sélectionne les entreprises alignées avec l'Accord de Paris.

Au niveau national, la mise en place d'un « plan d'épargne avenir climat » a été annoncée dans le cadre du projet de loi « industrie verte », pour favoriser les financements d'investissements et de projets bas carbone en facilitant la mobilisation de l'épargne des particuliers. Sa rémunération devrait être supérieure à celle du Livret A. Ce plan bénéficiera d'un capital garanti et de conditions fiscales exceptionnelles : zéro impôt et zéro cotisation. À son plein potentiel, la collecte pourrait atteindre un milliard d'euros par an.

Les monnaies et les paiements face à la vague de la digitalisation

La révolution numérique du secteur financier concurrence le couple monnaie de banque centrale / monnaie de banque commerciale qui structure le paysage des paiements de détail. La digitalisation a permis l'essor de dispositifs techniques susceptibles de se substituer aux monnaies souveraines.

C'est le cas des technologies de blockchain, capables de réaliser des transactions d'actifs crypto sans banque ni État, de manière plus ou moins décentralisée et en tout cas désintermédiée. Selon les données du ministère de l'Économie et des Finances, on dénombrait 5 023 crypto-monnaies en circulation dans le monde en 2021, pour une valeur totale de 2 600 milliards de dollars. Le mar-

ché des cryptos ne représente plus en avril 2023 que 1 200 milliards de dollars. Il est essentiellement porté par le bitcoin, qui représente 44 % de sa capitalisation.

Toujours est-il que les crypto-actifs ne présentent pas les mêmes garanties en matière de risque de crédit et de sécurité puisqu'ils ne sont pas adossés à une institution centrale. Depuis le franchissement de la barre historique des 3 000 milliards de dollars en novembre 2021, le marché des crypto-actifs a connu plusieurs secousses et crises de confiance. En novembre 2022, la deuxième plateforme d'échanges mondiale de cryptos FTX a fait faillite, entraînant dans son sillon une centaine d'entreprises et près de 100 000 investisseurs. De même, peuvent être cités l'effondrement récent des écosystèmes Terra-Luna ou la pénurie de liquidité de Celsius Network.

Dans ce contexte, les stablecoins, qui visent à pallier le problème de volatilité propre aux crypto-actifs en s'indexant à une valeur-refuge comme le dollar américain ou l'or, ont un potentiel prometteur : celui d'allier la stabilité des actifs traditionnels à l'agilité et l'ultra-liquidité des actifs numériques. Les stablecoins adossés à l'euro doivent désormais s'imposer alors qu'ils sont encore largement sous-représentés par rapport au dollar américain.

Selon Ipsos, début 2022, 8 % des Français ont déjà investi dans une crypto-monnaie. L'Union européenne entend encadrer leur recours, au travers de règlements portant sur les transferts de fonds (*Transfer Fund Regulation*) et sur les marchés des crypto-actifs (MiCA). De façon générale, la cryptomonnaie pourrait devenir un nouveau levier de souveraineté en s'affranchissant davantage du dollar et de son extraterritorialité. Mais l'Union européenne a-t-elle les moyens de réguler cette technologie désintermédiée, avant que les États-Unis ne le fassent à leur avantage ?

En parallèle, le recours accru à des solutions numériques de paiement renforce une dépendance vis-à-vis d'acteurs non européens, à savoir les systèmes de cartes internationaux et les Big Tech, qui viennent menacer à terme les banques de détail européennes.

Enfin, les banques centrales envisagent de plus en plus la mise en place d'une forme numérique de leur monnaie. Un euro numérique est en cours d'étude pour venir en complément des

billets et des pièces émis par la BCE. De même, le projet d'un e-yuan numérique, s'appuyant sur des technologies blockchain, a été lancé dans sa phase active en avril 2022. La Banque

populaire de Chine y voit un outil de concurrence au dollar américain. En réponse, Joe Biden a signé un ordre présidentiel début 2022 pour tracer à son tour la voie vers un e-dollar. ■

Perspectives internes

Une dette publique importante et détenue à l'étranger

La crise sanitaire a favorisé l'augmentation de la dette publique française et européenne. La dette publique de la France a atteint 2 950 milliards d'euros fin 2022 selon l'Insee, ce qui représente 111,6 % du PIB. Celle de l'ensemble des pays de l'Union européenne excède les 13 000 milliards d'euros pour s'établir à 85 % du PIB. En 2021, la France est le cinquième pays émetteur de titres de dette, derrière les États-Unis (39 % du total mondial), le Japon et la Chine (13 %) et le Royaume-Uni dont la part est similaire (5 %).

Cet endettement pose la question de sa soutenabilité, non seulement en termes de volume mais également de structure. La dette française est très internationalisée puisque détenue à hauteur de 50 % par des non-résidents, contre 28 % pour les États-Unis et 13 % pour le Japon.

La part élevée de non-résidents dans la structuration de la dette française est synonyme de risques importants en matière de souveraineté. Ceci la rend dépendante de la notation des agences internationales, puisque ces dernières conditionnent les taux auxquels l'État émet des bons du Trésor. Une dégradation de la notation financière de la France augmenterait le poids de la charge de la dette dans les dépenses nationales. La dégradation de la note souveraine de la France par l'agence Fitch, au début du mois de mai 2023, est en cela préoccupante.

Dans son rapport public annuel pour 2023, la Cour des comptes établit que « près de trois ans après le début de la crise, la France fait partie des pays de la zone euro dont la situation des finances publiques est la plus dégradée ». La bonne gestion de cette dette est pourtant un prérequis pour se financer à moindre coût et lever les fonds nécessaires au financement des déficits publics.

Cette situation dégradée affecte l'autonomie stratégique de la France et affaiblit son leadership européen, notamment dans les négociations sur les règles budgétaires communes qui seront rétablies début 2024.

Des services financiers européens à l'épreuve de la fragmentation communautaire

La fragmentation législative de l'Union européenne est un frein à sa capacité à peser sur la finance mondiale. Si une politique d'harmonisation des règles prudentielles a été conduite, il est difficile d'aligner des régimes complexes (règles d'insolvabilité, droits des titres, résolution des litiges, obligations contractuelles, etc.) en raison de traditions juridiques différentes. Il en résulte un marché financier européen sous-dimensionné par rapport à la taille de son économie.

L'Union européenne souffre de l'absence d'une concentration de ses services financiers. Elle dispose d'une multitude de centres, avec des avantages spécifiques associés à chacun. En simplifiant à l'extrême, Francfort est reconnue pour ses activités bancaires, Paris pour l'asset management, Amsterdam pour le trading et Dublin et Luxembourg pour leurs fonds d'investissement. La sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne renforce cette fragilité. En effet, Londres se classe au second rang de la dernière édition du Global Financial Centres Index (GFCI 33), là où le premier représentant de l'Union européenne, Paris, est relégué à la quatorzième place.

Pourtant, le Brexit a dans une certaine mesure profité au secteur financier continental. Environ 1 200 milliards de livres d'actifs et 7 500 employés ont été transférés vers l'Union européenne. L'inauguration de la nouvelle salle des marchés parisienne de JPMorgan témoigne d'un afflux des banques américaines vers la capitale

française. En novembre 2022, la capitalisation totale des sociétés cotées à Paris a pour la première fois excédé celle de Londres. Autre preuve de cet attrait de la capitale pour les acteurs financiers internationaux, le géant des stablecoins Circle a choisi Paris pour y établir son siège européen.

L'Union bancaire, initiée en 2013, n'est pas encore achevée au sein de l'Union européenne. La Commission européenne est déterminée à y parvenir, pour préserver la rentabilité des banques communautaires et leur capacité à financer l'économie. Les entreprises du continent ont besoin d'institutions bancaires et d'une place boursière paneuropéenne pour atteindre leur plein potentiel économique. Euronext y contribue significativement, en fédérant sous une même bannière les places boursières de sept pays du continent (France, Italie, Pays-Bas, Belgique, Norvège, Irlande, Portugal) et en représentant 50 % du PIB de la zone euro.

Un écosystème européen de l'innovation soutenu par les marchés mais de taille encore trop réduite

L'écosystème de financement de l'innovation technologique est fortement monté en puissance ces dernières années. Au niveau des seuls marchés boursiers, les valeurs technologiques ont représenté le 1^{er} secteur en nouvelle cotation sur les bourses européennes. Euronext concentre désormais une part de marché significative de ces opérations d'introduction en bourse, dont on peut citer les exemples de Believe (2021), OVHCloud (2021) et Deezer (2022). Depuis 2018, plus de 300 sociétés technologiques ont ainsi fait leur entrée en bourse via Euronext.

Les marchés européens ont représenté la grande majorité de financement de la tech européenne. 22 milliards d'euros ont pu être levés par les entreprises technologiques par ce biais

depuis 2018. Ces marchés constituent un levier puissant de souveraineté en offrant l'opportunité à nos entreprises les plus performantes de poursuivre leur histoire de croissance en restant indépendantes.

La tech européenne, dynamique en levées de fonds, se heurte toutefois à plusieurs failles structurelles par rapport au marché américain. Le marché adressable en Europe reste de taille encore réduite et atomisé, avec des écarts de valorisation importants et un bassin d'investisseurs européen pas à la hauteur de l'américain. En 2020, la capitalisation de Wall Street pèse près de 40 000 milliards de dollars, contre 7 200 pour Euronext.

La conséquence la plus immédiate est la part trop faible des opérations de M&A réalisées dans l'écosystème start-up / scale-up par les entreprises européennes, en comparaison des entreprises américaines. Ceci contribue à freiner encore la croissance de l'écosystème tech européen. Ces failles incitent les entreprises européennes innovantes à privilégier très tôt un développement aux États-Unis auprès d'investisseurs privés ou, beaucoup plus rarement, sur les places boursières. La cotation aux États-Unis en effet ne va pas de soi : elle se traduit par une forte complexité réglementaire et juridique et un coût financier élevé.

Avec la création en 2022 de l'initiative *Euronext Tech Leaders*, la place boursière européenne soutient les entreprises de la tech face à leurs besoins de financement en fonds propres. Cet indice rassemble plus de 110 champions technologiques européens, pour permettre aux investisseurs internationaux de mieux les identifier. Ces sociétés ont levé plus de 11 milliards d'euros au cours des trois dernières années. Parmi elles, 44 sont des sociétés cotées à Paris. Certaines sont des sociétés de plus petite taille opérant sur des secteurs stratégiques en matière de souveraineté, notamment l'énergie, comme Waga Energy, HDF Energy, Hydrogen Refueling Solutions ou Lhyfe. Afin de soutenir les besoins de financement des acteurs économiques et le recours aux introductions en bourse (IPO), la place de Paris a annoncé en novembre 2022 la signature par une trentaine d'institutions financières – investisseurs institutionnels, sociétés de gestion, banques et conseils financiers – d'un

guide commun des meilleures pratiques en matière d'IPO.

Dans ce contexte, l'enjeu est de faire prendre conscience à l'ensemble des acteurs que les marchés européens sont crédibles et à la hauteur des ambitions de développement des entreprises majeures du continent. Le travail de pédagogie est également important auprès des dirigeants d'entreprise pour assurer un bon usage des financements à leur disposition, en soutien à leurs ambitions. Par exemple, Euronext a développé des parcours de formation pré-IPO permettant de préparer les entrepreneurs à une potentielle introduction en bourse pour accélérer leur développement.

La France demeure un pays attractif, où les entreprises peuvent bénéficier d'une dynamique forte impulsée par les pouvoirs publics. Bpifrance, depuis sa création en 2012, offre un large panel de mécanismes de soutien. L'initiative *Tibi*, lancée en 2020 par Bercy et qui verra peut-être une nouvelle itération en 2023, permet de générer des flux de capitaux à destination des entreprises de la tech.

En 2021 et 2022, 67% des financements de plus de 100 millions d'euros pour les entreprises technologiques européennes provenaient d'investisseurs non européens. Le lancement par le fonds européen d'investissement du fonds de fonds « Initiative Champions technologiques européens » (ETCI) en 2022 a pour objectif de soutenir la croissance des grands fonds de capital-risque européens et à travers eux faire émerger des champions technologiques européens capables de faire face aux géants américains. Un an après son lancement, 3,75 milliards d'euros ont été récoltés, sur les 10 milliards espérés.

Enfin, l'écosystème du private equity français et des fonds de capital risque est florissant et contribue à abonder les entreprises innovantes du continent. D'après France Invest et Grant Thornton, les acteurs français du capital-investissement et de l'infrastructure ont levé en 2021 41,8 milliards d'euros d'épargne auprès d'investisseurs institutionnels et privés. Il s'agit d'une croissance significative de 78 % par rapport à 2020 et de 36 % par rapport à 2019.

Un incubateur comme Station F a su capter, en 2022, le montant record d'un milliard d'euros levé en capital risque sur la totalité des start-up accompagnées. Des difficultés perdurent cependant pour les entreprises cherchant à financer des sommes supérieures à 100 millions d'euros. Celles-ci doivent pouvoir être surmontées afin de faire prospérer les sociétés européennes de la tech et leur permettre de se positionner durablement dans une stratégie d'expansion internationale.

La consolidation de ces initiatives de l'écosystème financier, privé comme public, à destination des meilleures pépites technologiques est indispensable pour maintenir les compétences et les technologies d'avenir en France et en Europe.

La nécessité d'un financement adapté pour sécuriser les industries critiques

Avec la dégradation de l'environnement géopolitique international et le besoin accru de sécurité, de résilience industrielle et d'adaptation des infrastructures, le contrôle de chaînes de valeur stratégique devient une priorité pour la France et l'Europe. Celui-ci est impossible sans des structures de financement appropriées. La mise au point d'un vaccin contre le Covid par la start-up allemande BioNTech, grâce au capital de la société américaine Pfizer, en est une illustration.

L'investissement dans l'innovation en matière d'armement et dans les technologies associées est un enjeu sécuritaire et commercial de premier plan. Emmanuel Macron l'a érigée en impératif stratégique lors de la présentation du plan France 2030, en faisant de la maîtrise de technologies souveraines et sûres un levier essentiel à l'action publique. Le coût de construction d'une usine du secteur industriel peut se chiffrer à plusieurs centaines de millions d'euros, là où les tickets moyens des fonds en capital investissement ne dépassent pas 8 millions d'euros.

L'écosystème tech français est l'un des théâtres privilégiés de la bataille d'investissement à l'œuvre au niveau mondial. La révélation de l'entrée d'In-Q-Tel, le fonds d'investissement de la CIA, au capital de la start-up

française Prophesee a suscité un vif débat sur la question de notre capacité à défendre nos entreprises à fort potentiel stratégique. En juillet 2020, un rapport du Sénat mettait en évidence ces dangers et faisait de la base industrielle et technologique de défense (BITD) de la France « à la fois une conséquence et un instrument de la souveraineté ». D'autres start-ups du secteur de la défense, telles que Linkurious ou Preligens, ont aussi été sollicitées par des investissements étrangers.

Ainsi, le concept de soutenabilité ne s'exprime pas sur un plan uniquement environnemental, mais également technologique, politique et militaire.

La pérennité de notre modèle démocratique repose sur la capacité de la France et de l'Europe, États comme investisseurs privés, à investir dans le potentiel de défense et dans ses secteurs critiques. Un défi de pédagogie et de communication est à poursuivre pour mettre en perspective les retours sur investissement (ROI) des industries stratégiques à la rentabilité moins immédiate que celle des entreprises du numériques, pour être compris et recevables auprès des fonds.

La question de la création de fonds stratégiques exclusivement consacrés aux secteurs clés se pose. Des instruments existent en France, à l'instar du fonds Definvest et du Fonds innova-

tion défense (FID) pour renforcer et soutenir le développement des PME d'intérêt national. Il est également possible de citer Defense Angels pour accompagner l'amorçage de start-up stratégiques ou encore des initiatives dans le secteur de la santé, telles que le Fonds européen pour les investissements stratégiques (FEIS) et le Fonds Nov Santé, lancé en 2021 par Eurazeo. Ce type d'instruments est indispensable pour que les technologies françaises et européennes ne soient pas dévoyées à des fins contraires à nos intérêts stratégiques, tout en permettant à celles-ci de se projeter vers des marchés étrangers. ■

Propositions - Orientations - Actions

Mobiliser l'épargne des Français au service de l'économie réelle et des projets durables ou d'intérêt commun

L'économie américaine se finance davantage par les marchés que par les bilans bancaires, c'est-à-dire les crédits. En Europe, la situation est inversée. Cela s'explique en partie par le choix, en Europe, de politiques de retraite par répartition plutôt que par capitalisation. Les volumes de fonds de pension européens sont en conséquence bien moins importants que ceux disponibles aux États-Unis.

Des leviers doivent être trouvés afin d'alimenter les flux de financement qui permettraient aux marchés européens d'atteindre une taille critique. Les épargnes nationales doivent pour cela être mises à contribution.

En moyenne, la population française épargne 15 % de son revenu disponible brut. Cette épargne nationale représente 6 000 milliards d'euros, soit le double de la dette publique. La crise sanitaire a joué un rôle d'accélérateur, puisqu'un surplus de 175 milliards d'euros a été identifié par la Banque de France entre le premier trimestre 2020 et le quatrième trimestre 2021. Les forts taux d'inflation incitent également les populations à davantage épargner.

L'épargne des particuliers constitue une réponse majeure au besoin de financement des entreprises françaises,

qui peut s'inscrire dans une forme de « finance circulaire » vertueuse.

Dans un contexte d'allongement des durées de travail, de hausse du déficit et d'inflation, il est dans l'intérêt des particuliers de diversifier leurs placements et de flécher leur épargne vers l'économie nationale et les générations futures. En miroir, les besoins en fonds propres des entreprises, particulièrement les TPE et PME, se sont accrus depuis la crise sanitaire. À ces besoins s'ajoutent les investissements nécessaires à la transition écologique et à la réindustrialisation du tissu économique et des territoires. Enfin, l'essor des entreprises à impact est une dynamique à accompagner financièrement, que ce soit pour la création d'entreprises ou la transformation de modèles d'entreprises existantes.

Tout ceci plaide pour une mise en « circularité » accrue d'une partie de l'épargne des particuliers, fléchée vers des projets vertueux de transformation énergétique, de réindustrialisation, de soutien à l'innovation et aux secteurs stratégiques ou encore d'impact. Soutenues dans leur croissance et leur rentabilité, ces entreprises permettraient un meilleur partage des dividendes d'investissements et des dividendes salariés, qui augmenteraient encore le niveau d'épargne.

Les premières recommandations de la mission du député Paul Midy vont dans le sens d'un meilleur fléchage de l'épargne des Français pour financer les startups et PME innovantes, pour un impact visé de 3 milliards d'euros par an de financements supplémen-

taires et près de 200 000 emplois créés d'ici 2027. La refonte de l'outil « jeunes entreprises » doit permettre la création de deux nouvelles catégories : jeunes entreprises d'innovation et de croissance (JEIC) et jeunes entreprises d'innovation et de rupture (JEIR). Les investissements dans une JEIR bénéficieront d'une réduction fiscale de 50% et ceux dans les JEIC de 30%.

Pour mobiliser cette épargne au service du financement à long terme de l'économie, plusieurs recommandations peuvent être formulées :

- › élargir les conditions de déblocage de l'épargne salariale et de l'assurance-vie dont les encours s'élèvent respectivement à 150 et 1 500 milliards d'euros, pour permettre à ces liquidités de contribuer à la croissance de l'économie en période d'inflation ;
- › développer les mécanismes de fléchage des liquidités des Français vers le financement des start-up et des PME, au travers par exemple de la création d'un livret dédié à la consolidation des fonds propres des entreprises et à la refonte de l'outil « jeunes entreprises », comme proposée par la mission Midy ;
- › rationaliser les niches fiscales et sociales (près de 500 en France) pour les mettre au service de quelques objectifs économiques prioritaires, comme le développement d'industries et d'innovations critiques (secteurs de la défense, du médical, des technologies de rupture, etc.) ;

- › créer des supports de placement intergénérationnels, permettant à l'épargne de nos aînés de financer les projets innovants des plus jeunes.

Consolider le leadership de la France et de l'Europe en matière de finance durable et innovante

Les besoins de financement pour atteindre les objectifs de développement durable (ODD) fixés par les Nations unies sont évalués à 5 000 milliards de dollars par an. La France est à la pointe sur ces enjeux et doit le rester. Elle est le troisième émetteur d'obligations vertes au monde. L'organisation chaque année du Climate Finance Day par l'Institut de la finance durable, qui coordonne l'action écologique de la place financière de Paris, en est un symbole majeur. De la même façon, la France accueillera en juin 2023 une conférence internationale pour un nouveau pacte financier mondial.

Le marché français de la finance durable représente près de 43 % des encours de l'industrie de la gestion d'actifs, ce qui place la France au rang de leader en Europe. Ce leadership doit être conforté, en s'appuyant sur le mouvement réglementaire sans précédent qui favorise l'émergence de bonnes pratiques. Les investisseurs institutionnels eux-mêmes orientent de plus en plus leurs arbitrages en fonction de critères ESG.

Des verrous subsistent pour permettre à la France et à l'Europe de tenir leur rang, alors que ce leadership en matière de finance durable est désormais plus largement convoité (notamment par la Chine et les États-Unis). Le mouvement de normalisation ne doit pas s'accompagner d'une complexification de l'offre disponible. La multiplication de labels et de certifications, par exemple, peut devenir un obstacle à la clarté de l'ensemble des leviers existants pour verdir les dispositifs de financement. La qualité des données extra-financières pose question, tandis que des standards harmonisés ne sont pas toujours évidents à construire.

Dans cette perspective, il peut être suggéré de :

- › mettre en place des mécanismes de supervision pour prévenir les

risques de « greenwashing », alors que se multiplient les fonds et les produits d'investissements sous l'étiquette de la durabilité – par exemple, en instituant un véritable label européen pour les fonds ESG, en réponse à la multiplication de labels nationaux (l'article 9 du cadre SFDR « Sustainable Finance Disclosure » européen est une première étape permettant d'identifier les fonds aux démarches d'investissements les plus durables) ;

- › allouer prioritairement ou plus intensément les fonds de l'initiative Tibi aux fonds dits « Article 9 » ;
- › soutenir les fintech durables françaises, en facilitant leur accès à des financements privés et à la commande publique ;
- › créer un régime de catégorisation des fonds à impact non cotés et des fonds tech non cotés plus favorable auprès des caisses de retraites et des institutions de prévoyance ;
- › créer un compartiment non coté dans le plan d'épargne retraite (PER) qui soit orienté vers la finance durable.

Sécuriser l'attraction des investissements internationaux en France

La France se range dans le peloton de tête des émetteurs et destinataires des investissements internationaux. 2022 a représenté une année record, avec 1 725 décisions d'investissements recensées à destination de la France, soit une hausse de 7 % par rapport à 2021. Ceci participerait au maintien ou à la création de 58 810 emplois. Les premiers investisseurs étrangers en France sont les États-Unis (16 % des projets d'investissement en nombre), l'Allemagne (15 %), le Royaume-Uni (10 %) et les Pays-Bas (8 %).

Ce bilan confirme le caractère attractif de la France, tant pour des projets industriels que de R&D. Cette attractivité est le fruit d'une volonté publique. De nouveaux outils ont été mis en place pour vendre la marque « France » à l'extérieur et capter l'intérêt des investisseurs étrangers. C'est le cas du rendez-vous annuel « Choose France » organisé à Versailles.

Cette politique d'attractivité doit s'accompagner d'une stratégie de protection des entreprises stratégiques pour

assurer la souveraineté économique de la France, et à plus forte raison de l'Europe.

Dans le prolongement d'une récente communication de l'Assemblée nationale sur l'attractivité des investissements en France, il peut être recommandé de :

- › renforcer le filtrage des investissements internationaux lorsqu'ils concernent des secteurs stratégiques, en généralisant le recours à des engagements réciproques. Depuis 2020, le seuil de contrôle des investissements étrangers par Bercy a été abaissé de 25 % à 10 % pour les entreprises considérées comme stratégiques, contre 25 % précédemment. La récente levée de fonds de 100 millions d'euros par la startup française Mistral IA s'est faite auprès de fonds et investisseurs français et européens mais a été emmené par le fonds américain LightSpeed Venture.
- › prioriser la captation d'investissements étrangers susceptibles de reconstituer des chaînes de valeur complètes ;
- › développer des programmes d'accompagnement en matière d'intelligence économique à destination des dirigeants de PME et d'ETI, afin de les sensibiliser aux risques de prédation dans le cadre de certaines opérations d'investissement.

Faire des marchés boursiers un instrument de premier plan de notre autonomie financière

Les places boursières constituent un vecteur d'indépendance stratégique, en offrant aux entreprises un accès à un financement permanent ainsi qu'une capacité de levées de fonds plus rapide et simple par rapport aux levées auprès d'acteurs privés. Elles réduisent aussi la dépendance aux capitaux étrangers, au travers d'une promesse d'égalisation de l'argent.

En traitant 25 % des actions des entreprises européennes, via une plateforme intégrée et un bassin unique de plus de 6 000 investisseurs institutionnels, Euronext s'inscrit dans cette dynamique et crée l'interface permettant à tous types d'investisseurs – français ou internationaux – d'investir dans l'économie européenne. Depuis

2018, 21 milliards d'euros ont été levés par les PME via plus de 550 introductions en bourse sur les marchés d'Euronext. Ces derniers accueillent plus de 1 500 PME / ETI cotées. À terme, une place boursière couvrant l'ensemble des pays de l'Europe doit être voulue et soutenue par Bruxelles.

Dans un contexte de renchérissement de l'argent et de baisse des levées de fond du private equity, les marchés boursiers tiennent un rôle stratégique au sein du continuum de financement qui est accessible aux entreprises européennes pour soutenir leur croissance. La cotation permet d'accélérer le développement d'entreprises européennes tout en préservant leur indépendance stratégique, dans des boucles financières vertueuses :

- › une cotation européenne, dans un bassin de liquidités étendu, permet d'exposer une entreprise européenne à une grande quantité d'épargnants internationaux tout

en se cotant sur une place financière établie et « proche » de la culture juridique et économique des entreprises ;

- › la cotation européenne permet un fléchage renforcé de l'épargne des populations nationales vers leurs écosystèmes domestiques et les entreprises majeures de leur tissu économique.

Une faiblesse, en France, réside dans la trop faible propension de la population à investir en actions et ainsi soutenir les entreprises cotées. Plusieurs recommandations peuvent être avancées :

- › développer l'éducation financière en renforçant les connaissances et la compréhension des concepts d'investissement des épargnants, afin d'accroître la participation de la population aux marchés de capitaux ;

- › assouplir les règles de mise en place et de gestion du PEA, pour rendre plus faciles leur souscription et leur transférabilité ;
- › créer un cadre européen de fonds d'actionariat salarié ;
- › exonérer partiellement de droits de succession les dons effectués à ses enfants ou petits-enfants dès lors qu'ils sont fléchés vers un PEA, un PEA PME ou un PER. ■

Pour aller plus loin...

Vers la mise en place de fonds de pension en Europe et en France ?

En France, le plan d'épargne-retraite (PER), lancé en 2019, a connu un grand succès avec 6 millions de PER ouverts en juin 2022, pour un objectif fixé à 3 millions pour fin 2022, et près de 70 milliards d'euros d'encours pour un objectif de 50 milliards. Le PER s'installe dans le paysage de l'épargne en France, tout particulièrement dans un contexte de réforme des retraites. La défiance française envers les fonds de pension reste toutefois forte. Au niveau européen, le plan d'épargne retraite européen a été lancé en 2022 et connaît pour le moment un démarrage timide. L'allongement de la durée du travail, les tendances démographiques à l'œuvre et les déséquilibres structurels du système de retraite par répartition en France devraient entraîner la mise en place plus généralisée de dispositifs d'épargne retraite par capitalisation. Jusqu'à laisser envisager peut-être le déploiement de fonds de pension, français ou européens, qui pourraient devenir de nouveaux acteurs financiers majeurs du continent.

La souveraineté financière en chiffres

2^e L'euro est la deuxième monnaie internationale, et représente 20 % des réserves mondiales.

67 % En 2021 et 2022, 67 % des financements de plus de 100 millions d'euros pour les entreprises technologiques européennes provenaient d'investisseurs non européens.

+78 % Les acteurs français du capital-investissement et de l'infrastructure ont levé en 2021 41,8 milliards d'euros d'épargne auprès d'investisseurs institutionnels et privés, soit une croissance de 78 % par rapport à 2020.

6 000 Mds € Les Français épargnent 15 % de leur revenu brut, soit 6 000 milliards d'€.

27 Mds € Pour atteindre ses objectifs de réduction de gaz à effet de serre d'ici 2030, la France doit mobiliser 27 milliards d'euros par an.

5 000 Mds \$ Les objectifs de développement durable fixés par les Nations unies sont évalués à 5 000 milliards de dollars par an.

L'Institut Choiseul

L'Institut Choiseul est un *think and do tank* indépendant, non partisan et à but non lucratif. Il se dédie au décryptage des grands enjeux économiques et à la fédération de la jeune génération économique.

Pour alimenter le débat public et incarner les dynamiques économiques en cours, l'Institut Choiseul produit des Notes Stratégiques, des études ponctuelles et des classements de jeunes leaders. Pour fédérer et animer ses communautés, il déploie des événements de haut-niveau mêlant networking convivial, témoignages d'experts et de praticiens et échanges sur des sujets de prospective, sur différents territoires et verticales économiques, en France, en Europe et en Afrique.

Au croisement de la communauté d'affaires et du cercle de réflexion, l'Institut Choiseul offre une plateforme aux décideurs économiques privés comme publics pour s'identifier mutuellement, se mettre en réseau, promouvoir leurs initiatives et réfléchir aux grandes tendances économiques de demain.

Les partenaires de l'Initiative Souveraineté

L'Institut est accompagné par un noyau dur de partenaires fondateurs, tous acteurs français ou européens, qui prennent une part active à la discussion et à la formalisation de recommandations :



INSTITUT
CHOISEUL

Institut Choiseul

12, rue Auber 75009 Paris
+33 (0)1 53 34 09 93

www.choiseul.info

