

Comment la guerre des modèles de financement formate la transition écologique

Par Arnaud BERGER

Associé au sein de la société Mob-Ion, en charge des partenariats

L'effondrement de la rentabilité des énergies fossiles consacre l'essor des énergies renouvelables et du stockage par des batteries ou sous forme d'hydrogène. L'Europe touche enfin du doigt la souveraineté énergétique qu'elle recherche depuis trente ans et soutient l'élan de la finance climat pour massifier les investissements verts.

Or, plus qu'un instrument, le choix du modèle bancaire, entre celui de l'approche anglo-saxonne et celui de l'intermédiation bancaire encore dominante en Europe, formate déjà le modèle économique dans lequel nous vivons. En fonction du modèle choisi, les conséquences sur le pouvoir d'achat et l'emploi, et les attendus sociétaux pourront être très différents.

Ces deux modèles se confrontent depuis près de quarante ans sur le territoire européen, au bénéfice d'une progression du modèle de marché des capitaux anglo-saxons. Cela pose la question récurrente du contrôle du capital des entreprises européennes et le risque pour l'Europe de passer d'une dépendance énergétique au pétrole à une dépendance vis-à-vis des capitaux financiers étrangers.

La réalité économique de la transition énergétique se cache derrière le paravent climatique

La Commission européenne a publié en 1997 un Livre blanc ⁽¹⁾ dans lequel elle encourage le développement des énergies renouvelables pour diminuer sa dépendance aux importations d'énergies fossiles, pétrole en tête.

Il aura fallu attendre vingt ans pour voir la compétitivité des énergies renouvelables évincer l'usage du charbon et du pétrole en Europe ⁽²⁾.

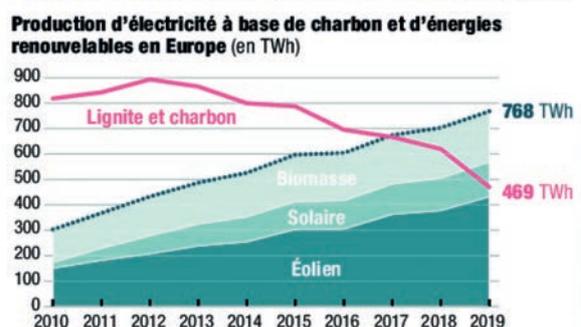
En effet, à partir de 2017, les énergies renouvelables ont produit en Europe plus d'électricité que le charbon (voir la Figure 1 ci-contre). En septembre 2020, un graphique ⁽³⁾ a annoncé le pic de consommation de pétrole mondial.

(1) COM(97) 599 final, « Énergie pour l'avenir : les sources d'énergies renouvelables ». Livre blanc établissant une stratégie et un plan d'action communautaires : « Étant indigènes, les sources d'énergies renouvelables auront un rôle important à jouer dans l'abaissement du niveau des importations d'énergie, avec les effets positifs que cela entraînera pour la balance extérieure et la sécurité de l'approvisionnement. »

(2) KIMANI Alex (2021), *BlackRock Is Turning Up The Heat On Oil Companies*, 27 janvier. Consultable sur le site : <https://www.oilprice.com>

(3) Article publié sur *la tribune.fr*, Selon BP, c'est le début de la fin pour la demande de pétrole, le 14 septembre 2020.

Grappe 1 : Entre 2018 et 2019, la production d'électricité à base de charbon a chuté de 24 % dans l'Union européenne.



Source : usine nouvelle publiée le 05/03/2020

Figure 1.

Il aura fallu six ans (période de 2015 à 2021) pour voir l'essor des énergies renouvelables concurrencer les investissements dans le gaz, la dernière grande énergie fossile mondiale concurrente des énergies vertes. Avec un constat : certaines centrales au gaz naturel existantes cesseraient d'être compétitives dès 2021 ⁽⁴⁾.

(4) Source : rapport « Breakthrough Batteries 2019 » du Rocky Mountain Institute.

Cette bascule de rentabilité des investissements des secteurs de l'énergie fossile au profit des énergies vertes amène les institutions financières mondiales à se détourner des valeurs boursières carbonées au profit des valeurs vertes. Ce mouvement apparu en 2009 s'est depuis accéléré, la capitalisation de la filière pétrole et gaz représentait un peu plus de 2 % de l'indice boursier du S&P 500 fin 2020 (voir la Figure 2 ci-dessous), contre 16 % il y a un peu plus de dix ans et près de 30 % quelques décennies auparavant⁽⁵⁾.

Graphe 2 : Part des valeurs pétrolières et gazières dans le S&P500

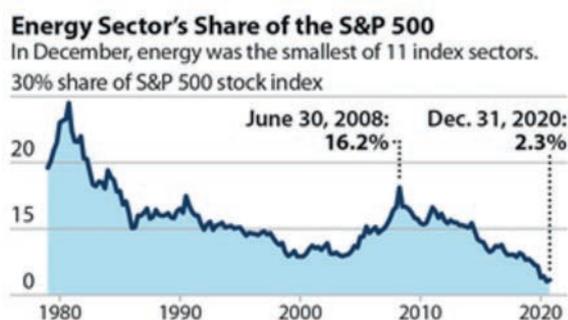


Figure 2.

La transition énergétique verte tant désirée par l'Europe pour atteindre sa souveraineté économique et politique se réalise enfin, non pas par l'épuisement des réserves d'énergies fossiles, mais par leur perte de rentabilité face à celle des énergies vertes et des solutions de stockage par batteries et sous forme d'hydrogène vert aujourd'hui, et des supraconducteurs et du stockage mécanique demain.

Ce verrou de la rentabilité levé, les États souhaitent amplifier le mouvement des investissements verts dans les différentes filières. Ils placent depuis 2015 la finance comme l'outil essentiel pour réaliser ces investissements et permettre ainsi de traduire en actes leur engagement.

La confrontation entre les modèles bancaires et les modèles financiers

La finance n'est pas qu'un simple instrument technique et son utilisation n'est pas anodine. Chaque modèle porte un choix de développement de notre économie et, conséquemment, de notre modèle social et environnemental, car il révèle la hiérarchie des intérêts économiques et sociétaux d'un pays. Les deux modèles existants sont très différents : l'approche bancaire européenne, d'un côté, et l'approche financière anglo-saxonne, de l'autre.

C'est qu'au-delà d'une approche très différente du financement et de la gestion du risque, la différence fondamentale entre ces deux modèles est celle de la rentabilité des capitaux. Les banques anglo-saxonnes et, plus largement, les banques cotées doivent satisfaire la demande de rentabilité des marchés financiers : autour de 11-12 % actuellement, même si la référence dite « raisonnable » dans les milieux financiers est de 15 %. Les banques non co-

tées comme les banques locales ou coopératives, encore présentes dans l'économie réelle, peuvent se satisfaire de 5-6 %.

Cette différence de rentabilité change complètement le visage de l'économie verte découlant de la transition énergétique.

Le modèle anglo-saxon permet la mobilisation de grandes masses d'argent issues des marchés financiers. Mais la rentabilité de ces derniers impose un coût important d'acquisition. Cette rentabilité exige de ne cibler que de grands clients et de grands projets d'infrastructures pour optimiser les coûts de traitement et avoir une rentabilité similaire à celle des marchés financiers.

Le choix d'un modèle bancaire n'aura pas la même capacité de mobilisation financière, mais sera plus accessible aux acteurs économiques locaux et favorisera de fait l'économie locale. Privilégier l'un ou l'autre de ces deux modèles influe nécessairement sur la morphologie des projets et des agents économiques de l'économie verte et, par voie de conséquence, sur les capacités d'emploi, d'investissement local, de financement des TPE et PME vertes et, au final, le pouvoir d'achat et l'acceptabilité sociale de cette économie verte. Plusieurs exemples permettent d'en percevoir les contours.

Influence sur le prix et le pouvoir d'achat

L'introduction des capitaux de marché dans des sociétés amène à celles-ci plus de fonds propres pour se développer, mais augmente aussi la rentabilité des fonds propres investis. La conséquence est une augmentation des marges commerciales et du coût pour le consommateur.

Le péage autoroutier illustre ce phénomène en France (voir la Figure 3 de la page suivante). L'Autorité française de régulation des transports (Arafer) a calculé que la rentabilité moyenne des capitaux investis devrait se trouver entre 4 et 5,6 % pour une gestion viable des autoroutes⁽⁶⁾. En pratique, cette rentabilité varie entre 9 et 11 % selon les sociétés gestionnaires. Cette rentabilité fut même portée à 24 % en 2014, assimilant la gestion des autoroutes à une rente largement déconnectée de leurs coûts réels⁽⁷⁾. Cette différence entre 4 et 11 % souligne la spécificité de modèle économique au regard de deux approches distinctes, celle de l'économie réelle, locale et non cotée et celle des sociétés de gestion qui, étant cotées, sont obligées d'amener la rentabilité de leur modèle au niveau de celle recherchée par les marchés financiers. Rien que pour une seule autoroute, porter la rentabilité de 6,7 % à 8,08% présente un surplus de *cash-flow* d'environ 38 M€⁽⁸⁾, lequel est supporté par les consommateurs.

(6) Source : *Le coût du capital dans les concessions autoroutières en France – Pour une approche moderne de la réglementation des péages*, septembre 2020.

(7) Avis 14-A-13 du 17 septembre 2014 sur le secteur des autoroutes après la privatisation des sociétés concessionnaires.

(8) Cours des comptes, juillet 2013, « Relation entre l'État et les concessionnaires d'autoroutes », page 110.

(5) Source : IEEFA, *After a terrible 2020, the oil industry's story has turned political*, 8 janvier 2021.

en millions d'euros	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Total résultat	689	903	1 047	1 217	1 415	1 477	1 548	1 749	1 763	1 762	1 794
Total des dividendes versés (dividendes exceptionnels inclus)	342	622	520	2 191	5 024	964	1 148	1 518	2 704	1 549	1 572
<i>taux de distribution des dividendes</i>	<i>50 %</i>	<i>69 %</i>	<i>50 %</i>	<i>180 %</i>	<i>355 %</i>	<i>65 %</i>	<i>74 %</i>	<i>87 %</i>	<i>153 %</i>	<i>88 %</i>	<i>88 %</i>
<i>Moyennes 2003-2005 et 2006-2013</i>	<i>56 %</i>					<i>136 %</i>					

Figure 3 : Politique de distribution des dividendes avant et après la privatisation des autoroutes – Source : Autorité de la concurrence, avis n°14-A-13 du 17 septembre 2014 sur le secteur des autoroutes après la privatisation des sociétés concessionnaires, alinéa 160.

À l'inverse, adapter la rentabilité des capitaux à celle des projets, même locaux et intensifs en capital, permet de les rendre compétitifs et réalisables en France. C'est le cas des énergies renouvelables citoyennes ou du stockage électrique porté par le projet Energiga⁽⁹⁾ (voir la Figure 4 ci-dessous).

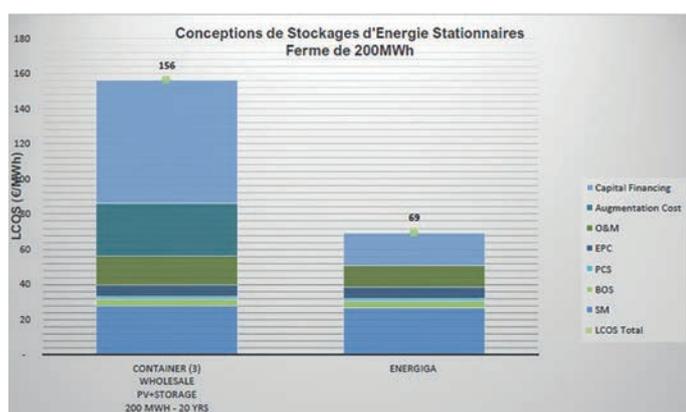


Figure 4 : Abaissement du prix du stockage électrique en France, de 156€/MWh stocké restitué à 69€, par un abaissement du coût du capital de 11 à 5 % (profil des fonds familiaux et publics) – Source : <https://www.Energiga.eu>

En synthèse, prôner le modèle des capitaux de marché dans l'économie de la transition écologique obligera à aligner la rentabilité des projets sur celle des firmes cotées ou des fonds d'investissement qui les portent. Cela augmentera le prix à payer pour le consommateur. À l'inverse, le choix des capitaux familiaux et publics favorise le recours au modèle bancaire et de l'économie locale, abaisse le coût de fabrication et des services de l'économie verte au bénéfice du consommateur.

Influence sur le financement local des PME et la création d'emplois

Selon le modèle anglo-saxon, la performance bancaire se mesure exclusivement sur la rentabilité et non sur la solidité. Cela est facile, puisque la gestion du risque est reportée sur le marché des capitaux, considéré comme pouvant absorber tous les à-coups de par sa taille ; la crise

(9) Energiga Initiative est une initiative de création de PME de fabrication de batteries, à l'échelle régionale.

des *subprimes* a montré qu'il n'en était rien. En Europe, le montant des fonds propres ou des réserves caractérise la solidité du modèle bancaire. De plus, une part importante de banques européennes ont un capital non coté, qu'il soit d'origine publique (modèle des Caisses d'épargne) ou coopératif. Elles peuvent s'affranchir de la rentabilité imposée par les marchés financiers (6 % au lieu de 11 %). Cela leur donne la capacité de consacrer une part plus importante de leurs revenus à leur maintien dans les territoires, à des financements de proximité et à taux fixe pour plus de stabilité⁽¹⁰⁾. En France, ces banques non cotées représentent 60 % de la banque de détail, 60 % des parts de marché de crédit et 73 % des agences bancaires présentes sur le territoire⁽¹¹⁾.

La Commission européenne, en alignant son orientation sur le modèle anglo-saxon, ne voit pas que ce delta de rentabilité est le prix de la sécurisation des investissements, et qu'il est aussi un risque pour leur développement. Ce piège oblige les banques à fusionner pour améliorer leur ratio financier ! Cela les pousse aussi à augmenter leur frais pour élever leur rentabilité, au détriment de leurs clients, entreprises ou ménages.

Les conséquences sont fortes pour l'économie locale

La concentration des banques amène à une distanciation avec leurs clients *retail*, car elle s'accompagne de la fermeture d'agences. En Amérique du Nord, la distance moyenne entre l'agence bancaire et la PME est de 14,95 miles (~24,05 kilomètres) pour les banques de moins de 100 millions de dollars d'actifs. Elle est de 71,36 miles (~114,82 kilomètres) pour celles ayant un actif total supérieur à 10 milliards de dollars⁽¹²⁾. Les nouveaux prêts aux

(10) 94 % des crédits bancaires immobiliers accordés aux entreprises en France sont à taux fixe et adossés à la capacité de remboursement et non à la valeur de la pierre (source : Taux des crédits aux entreprises 2020T4, Banque de France).

(11) ABHERVÉ Michel (2015), « Les banques coopératives, des banques comme les autres ? », *Revue Projet*, 2015/2, n°345, pp. 73-79.

(12) BOUSLAMA G. & NEKHILI M. (2007), « Restructurations bancaires, changements organisationnels et relation Banque-PME », *La Revue des Sciences de gestion, Direction et Gestion*, n°228, pp. 85-91. Cité par TORRÈS Olivier (2011), « Proxémies financières des PME. Les effets collatéraux de la financiarisation des banques », *Revue française de gestion*, 2011/4, n°213, pp. 189-204.

petites entreprises chutent de 13 % dans les territoires enregistrant des fusions d'agences et même de 40 % dans les régions à faible revenu⁽¹³⁾. Cela s'applique aussi aux ménages, qui voient leurs conditions de crédit se durcir et le taux de celui-ci augmenter⁽¹⁴⁾.

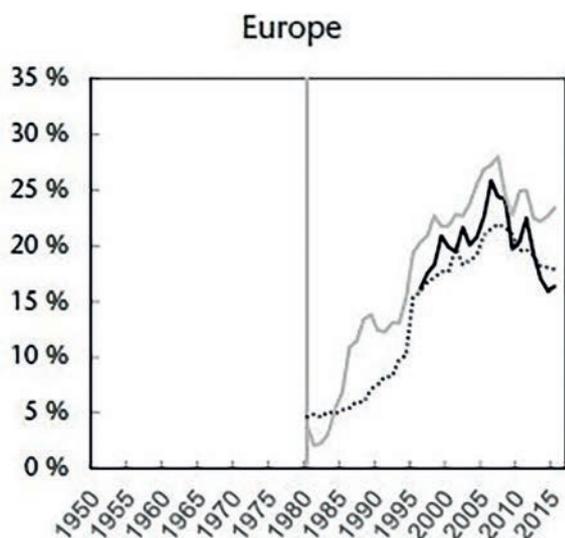


Figure 5 : Évolution de la part des profits avant distribution et des rémunérations des actionnaires dans la valeur ajoutée des sociétés non financières.

NB : profits avant distribution (en gris clair) ; dividendes (en pointillés) ; dividendes + rachat d'action (en noir).

La recherche de rentabilité sert de fait plus à rémunérer les investisseurs qu'à être réinvestie dans l'outil de production (voir la Figure 5 ci-dessus). Cela génère une forte corrélation négative entre la recherche d'une rentabilité croissante du capital et la capacité d'investissement, par exemple en France (voir la Figure 6 ci-contre en haut de colonne). Cette rémunération des actionnaires se fait aux dépens de celle des salariés et de la création d'emplois (Voir la Figure 7 ci-contre).

Cette analyse fondée sur la rentabilité – critère déterminant pour les acteurs financiers – aide à comprendre pourquoi les structures non cotées, telles les PME familiales et indépendantes ou les structures de l'ESS qui se satisfont de taux plus modérés, sont les grandes créatrices d'emplois et promotrices des modèles de l'économie, notamment verte. Un coût du capital modéré (voir la Figure 7) est la clé d'une énergie renouvelable abordable économiquement pour l'ensemble des consommateurs.

Privilégier le recours au modèle bancaire non coté favorisera les attendus sociaux (emplois) et sociétaux (réindustrialisation, développement régional, soutien aux PME) de la transition énergétique.

(13) Source : *The Economist*, "The closing of American bank branches", citant l'étude de Hoai-Luu Nguyen citée ci-après.

(14) Source : NGUYEN Hoai-Luu Q. (2014), *Do Bank Branches Still Matter? The Effect of Closings on Local Economic Outcomes*, Department of Economics, Massachusetts Institute of Technology, December. Étude reprise par la Federal Reserve Bank of New York dans le rapport "Banking Deserts, Branch Closings, and Soft Information", 7 mars 2016.

Investissements et profits financiers des sociétés non financières

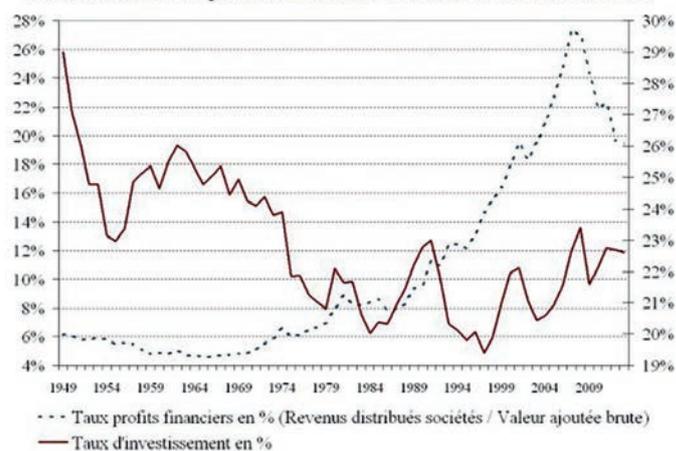


Figure 6 : Les entreprises non financières placent de plus en plus de capitaux sur les marchés financiers au détriment de l'investissement interne.

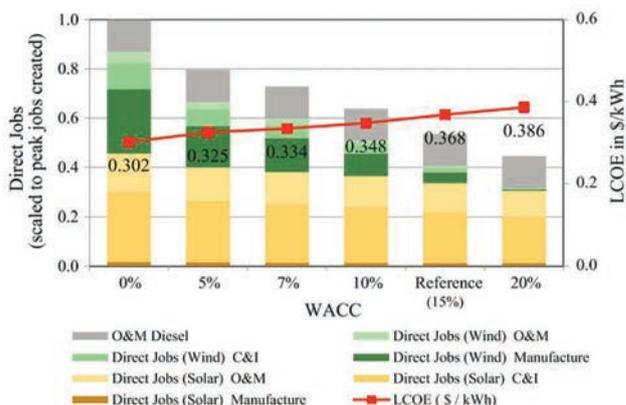


Figure 7 : Effet des différentes rentabilités du capital pondéré (WACC) sur les emplois directs et sur le LCOE (prix global de l'électricité produite sur la durée de vie d'une installation d'énergie renouvelable avec stockage électrique de l'équipement).

Influence sur la souveraineté économique

Depuis la crise économique mondiale de 1983, l'Europe et la France sont le théâtre de la lutte d'influences économiques entre le modèle des marchés financiers anglo-saxons et le modèle bancaire rhénan. La progression pas à pas de la sphère financière s'est paradoxalement renforcée avec la crise financière de 2007. L'élaboration des nouvelles règles prudentielles internationales (Bâle III), conçues pour réguler le marché, tourne à un face-à-face prudentiel entre Européens et Américains. Plus risqué, mais plus rentable et donc très influent pour les décideurs, le modèle anglo-saxon a imposé de fait ses règles. Certains ont affirmé que « c'est une guerre économique qui se joue dans ce débat sur la régulation. C'est un moyen pour les banques américaines de se renforcer et d'affaiblir les banques européennes »⁽¹⁵⁾. C'est une réa-

(15) Source : *La Tribune*, « Pourquoi Américains et Européens ferrailent sur la régulation bancaire », 19 juin 2017.

lité : en dix ans, ces dernières ont perdu 13 % de parts de marché dans le monde et, sur leur propre marché, leur part a reculé de 5 % !⁽¹⁶⁾

Cette situation place les politiques économiques françaises comme européennes sous la tutelle des marchés financiers, dont les acteurs majeurs sont américains. Une étude citant la montée en puissance des trois fonds américains Blackrock, State Street et Vanguard comme de nouveaux propriétaires universels permanents résume bien la situation⁽¹⁷⁾.

En effet, ce modèle anglo-saxon est hégémonique dans les travaux de *climate finance*, dont l'emblème est le *green bond*. Cette situation formate déjà les politiques d'investissements verts en les orientant exclusivement vers les outils de marché : c'est le cas, par exemple, de la mise en avant des « fonds infrastructures », où, pour améliorer leur rentabilité, il est proposé des structures de *derisking* ou de promotion des fonds de placement pour les particuliers qui éclipsent les livrets d'épargne verts.

Une souveraineté économique consistant à relocaliser la production industrielle sur le territoire national va de pair avec une souveraineté financière visant à maîtriser le capital des industries nationales afin que cette production ne passe pas sous le contrôle de puissances étrangères *via*

leurs outils d'investissement. Pour cela, il faut créer des structures d'investissement nouvelles, qui puissent contribuer à renforcer le capital des PME nationales, mais qui soient séparées des marchés pour assurer leur indépendance et bénéficient d'une rentabilité limitée à 5 % pour leur donner les moyens d'investir et de développer l'emploi. Chimère ? Non, cet outil existe, et il est américain ! C'est le fonds d'investissement In-Q-Tel créé en 1999 et piloté par la CIA ! Il investit dans les PME innovantes du domaine de la Défense. C'est un fonds de capital-risque à but non lucratif, ce qui lui confère un double avantage : il n'a pas de rentabilité imposée, ce qui permet donc un fort taux d'investissement. Ensuite, il n'a pas d'horizon de sortie de telle sorte qu'il peut bloquer toute prise de contrôle hostile. Un outil similaire en France serait la création d'un fonds en dotation en capital vert pour aider au développement des PME locales vertes.

La crise de la Covid-19 a précipité l'avènement du capital vert. Depuis cette crise, beaucoup d'encre a coulé pour imaginer un monde d'après plus social, plus vert, plus résilient... Mais le taux de ROE (*Return on Equity* – Rentabilité des capitaux propres (RCP)), à 15 % des marchés financiers ne bouge pas et n'a même pas été questionné, alors qu'il minore l'investissement et les emplois. Les records des bourses mondiales illustrent leur déconnexion avec l'économie réelle. En privilégiant uniquement le modèle financier, l'économie climat, porteuse de tant d'espoirs, peut certes créer de la valeur pour une minorité d'acteurs, mais sans pour autant s'accompagner d'un tissu productif dense et donc de la création d'emplois. Tout le contraire de ce qu'exige la situation actuelle.

(16) Source : *Les Échos*, « Les banques d'investissement européennes de plus en plus affaiblies », 12 août 2019.

(17) FICHTNER Jan & HEEMSKERK Eelke M. (2018), "The New Permanent Universal Owners: Index Funds, (Im)patient Capital, and the Claim of Long-termism", *SSRN Electronic Journal*, Université d'Amsterdam, janvier, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3321597