

LES CARNETS DE L'ÉCONOMIE ET DE L'ENTREPRISE

Notre lettre aux parlementaires

N° 44 / mai 2024

Marchés financiers

L'accès à la bourse : un enjeu vital pour le financement des entreprises et la croissance

En 2023, le marché des introductions en bourse (IPO) a été marqué par un ralentissement significatif au niveau mondial et plus particulièrement en France. Sur Euronext Paris, seulement six opérations ont été réalisées, toutes sur Euronext Growth (pour les petites et moyennes capitalisations) avec seulement 61,9 millions d'euros levés au total. 2022 n'avait pas été bonne non plus, avec 484 millions d'euros levés. On assiste donc à un vrai arrêt de ce marché.

En 2023, entreprises et investisseurs ont adopté une attitude prudente en attendant de meilleures conditions macroéconomiques plus favorables pour se lancer dans des opérations d'IPO. De nombreuses entreprises ont dû décaler leurs plans de cotation en bourse ou y renoncer. Les performances décevantes de certaines introductions récentes et la réticence des investisseurs à prendre des risques ont également joué un rôle dans la dépression de ce marché.

Or, un marché dynamique des IPO en France est essentiel pour le financement des entreprises, la croissance économique et l'innovation. A cela, s'ajoutent les besoins de financement considérables nécessaires à la transition climatique, à la transition numérique et à l'industrie de la défense. La cotation en bourse présente des avantages importants, tant pour les entreprises souhaitant lever des capitaux afin d'accompagner leurs projets industriels, financer leur expansion et la R&D que pour les investisseurs à la recherche de performance. Les entreprises cotées peuvent se développer plus rapidement, créer plus d'emplois et stimuler l'innovation, ce qui bénéficie à l'économie dans son ensemble. De plus, les IPO offrent une voie de sortie essentielle pour les investisseurs du private equity. L'existence d'un mécanisme possible de sortie pour récupérer

leurs mises est cruciale pour encourager les acteurs à continuer d'investir dans les startups et les entreprises en phase de croissance. Une chaîne de financement efficace jusqu'à la mise en bourse est nécessaire pour permettre à nos entreprises innovantes de se développer sur le long terme.

D'ailleurs, plusieurs places européennes l'ont bien compris et se mobilisent pour recréer et dynamiser un écosystème IPO vertueux. Après le Brexit, Londres veut renforcer sa position comme centre financier international et œuvre à simplifier sa réglementation avec la promulgation récente de plusieurs mesures (réformes d'Edimbourg annoncées fin 2022 pour stimuler l'attractivité du Royaume-Uni en tant que place de cotation). Le Royaume-Uni a également mis en place, depuis plusieurs années, des allègements d'impôts liés aux montants des fonds investis par les épargnants en actions de valeurs petites et moyennes. Les pays scandinaves ont réussi à développer un marché IPO performant grâce à des incitations fiscales attractives pour les entreprises et pour les épargnants.

Face à cette concurrence, la place de Paris doit se mobiliser pour rester compétitive et conserver son nouveau statut de première bourse d'Europe sur les marchés actions. Le marché boursier et les politiques publiques doivent offrir un environnement plus attractif pour les IPO et les sociétés déjà cotées, avec une réglementation plus favorable, et un accès facilité au capital. Toutes les associations professionnelles et les acteurs de la place financière française sont mobilisés et font preuve d'un grand volontarisme pour proposer de nouvelles mesures.

La France doit mettre en œuvre des mesures destinées à provoquer un sursaut et à retourner

Le développement économique repose sur deux jambes de financement aussi essentielles l'une que l'autre : le financement bancaire et le financement par les marchés. Chaque euro déposé dans une banque est utilisé pour un crédit, chaque euro placé en bourse est investi au service d'une entreprise.

Le premier article de ce numéro rappelle l'importance de la bourse pour offrir aux entreprises innovantes une chaîne de financement efficace.

Le deuxième article souligne l'importance d'appliquer équitablement la réglementation dans le monde.

Enfin, nous concluons en évoquant les 40 ans de notre Fondation.

N'hésitez pas à me solliciter si vous souhaitez approfondir l'un de ces sujets.



Laurent BERTONNAUD
 Directeur des Affaires publiques - France
laurent.bertonnaud@bnpparibas.com

la tendance. Le maintien d'un marché actif et dynamique des valeurs françaises cotées permet d'assurer un continuum sur toute la chaîne de financement et il faut éviter une détérioration trop importante du segment coté qui serait de nature à rompre ce continuum. Il faut renforcer notre capacité à financer nos licornes et toutes les PME/ETI désireuses de passer à l'échelle supérieure en apportant une source de financement long terme, capable de garantir une indépendance stratégique aux entreprises. C'est un enjeu de souveraineté pour la France qui devra, après avoir incubé de nombreux succès, les aider à grandir et à rester en France.

Pour rendre notre écosystème à nouveau attractif et dynamique, plusieurs sujets touchant au droit des marchés, à celui des sociétés ou encore au droit social doivent être revus et améliorés. Voici certaines propositions ou réflexions.

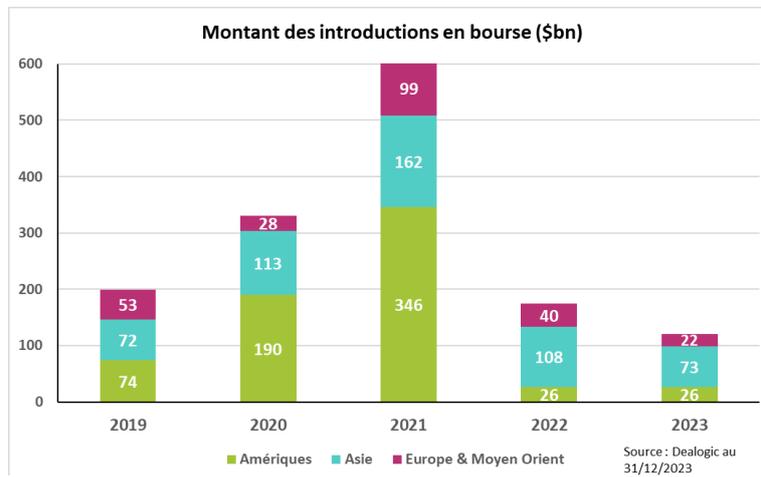
Fixer aux superviseurs français un objectif de soutien à la compétitivité des acteurs de la place de Paris

Une première mesure de principe serait de modifier les mandats de l'ACPR et de l'AMF pour y intégrer un objectif de soutien à la compétitivité internationale des acteurs français et à la croissance économique nationale de moyen terme, à l'image des modifications récemment apportées à ceux de leurs homologues britanniques - la *Prudential Regulation Authority* (PRA) et la *Financial Conduct Authority* (FCA).

Promouvoir la souveraineté et l'autonomie stratégique en encourageant l'épargne longue en actions

Fin 2022, sur l'ensemble des actions françaises cotées sur Euronext, le taux de détention par les non-résidents s'établissait à 37%. En 2022, 40% de la part du capital des sociétés françaises du CAC 40 était détenue par des investisseurs étrangers. Les investisseurs américains sont les premiers investisseurs étrangers avec 35% du capital des entreprises du CAC 40, via en particulier trois acteurs institutionnels (BlackRock, Vanguard and Capital Group). Le financement des start-ups françaises se fait par ailleurs massivement via des capitaux américains. Entre 2021 et 2022, les fonds de capital-investissement américains ont injecté 40 % des fonds levés par les start-ups françaises. Cette forte dépendance aux capitaux américains s'explique par une orientation historique de l'épargne française vers les actions et les obligations d'entreprises plutôt que vers le capital-investissement. Cette tendance pourrait s'inverser avec les nouvelles dispositions de la loi Industrie verte sur le non coté et la révision en cours de la directive Solvabilité 2 qui a notamment pour objectif de faciliter l'investissement de long terme des assureurs ; il conviendra à ce titre d'être très attentifs aux critères techniques des actes délégués de cette directive qui seront fixés dans les prochains mois.

Pourtant, la France fait partie des pays au taux d'épargne le plus élevé. Depuis 2000, il se situe à 14,9% en moyenne, en deçà de celui de l'Allemagne (17,8%), mais nettement au-dessus des autres principaux pays de



la zone euro, du Royaume-Uni et des Etats-Unis. Néanmoins, seulement un tiers des 6 000 milliards d'euros d'épargne française est directement injecté dans les actions d'entreprises.

Des mesures-phare sont nécessaires pour changer vraiment la donne en faveur de l'épargne longue investie en actions. Il s'agirait notamment de relancer l'épargne investie dans les fonds PME/ETI français et européens qui ont connu une désaffection notable depuis quelques années (-40% en 5 ans).

Jean-Hervé Lorenzi, président du Cercle des économistes, explique que 60 % de l'épargne financière se trouve entre les mains des retraités qui, par nature, sont relativement averses au risque. Il suggère donc de trouver des acteurs capables de porter le risque, c'est-à-dire d'investir dans des activités qui nécessitent pour la plupart des investissements de long terme et qui supposent donc une véritable capacité de porter le risque.

Dans cette perspective, des mesures permettant de soutenir le PEA et le PEA-PME seraient particulièrement positives. Le plafond du PEA, fixé à 150 000 euros en 2013, n'a jamais été revu depuis, sachant que son attractivité a été réduite en relatif par la mise en place du PFU. Une « actualisation » de ce plafond serait donc très utile. Le PEA-PME, quant à lui, souffre de critères d'éligibilité trop complexes qui limitent le référencement des émetteurs concernés à l'investissement direct par ce canal. L'investissement direct des petits porteurs dans les titres vifs est pourtant un élément important de la liquidité des PME cotées (comme le montre l'exemple américain) et un complément utile à l'investissement institutionnel. Pour tenir compte de la typo-

logie d'émetteurs confrontés à la problématique de liquidité plus faible, le seuil d'éligibilité au PEA-PME devrait être relevé à 2 milliards d'euros de capitalisation, en cohérence avec le quantum retenu pour les fonds relance.

Une autre amélioration significative serait que les actions résultant de l'exercice des droits préférentiels de souscription (DPS) deviennent éligibles aux PEA et PEA-PME,

afin de ne pas déstabiliser l'investissement en actions via ces véhicules lors d'opérations sur titres. Les DPS, en effet, sont éligibles alors que les actions résultant de leur exercice ne le sont pas, ce qui pose un grave sujet d'exécution des augmentations de capital, comme on a pu le constater dans des opérations récentes pour des émetteurs ayant un large actionnariat individuel.

Faciliter le financement des entreprises par la bourse en simplifiant le cadre réglementaire

La finalité de la bourse et des marchés de capitaux est de faciliter la levée de fonds propres par les entreprises cotées. Ces opérations d'IPO et d'augmentation de capital doivent se dérouler dans des conditions de rapidité et de rencontre optimale du prix avec les investisseurs afin d'être aisées et de pouvoir être exécutées au mieux des fenêtres de marché. Or notre droit des sociétés doit être adapté car encore trop rigide sur de nombreux points et notamment par rapport à d'autres marchés, américains ou européens.

Dans la continuité du *Listing Act*, une revue de l'attractivité du cadre réglementaire français doit être conduite dans un esprit de simplification et de compétitivité (droits de vote multiples), pour renforcer l'attractivité du droit des sociétés français et son adaptation à des PME-ETI, la facilitation des opérations secondaires (augmentation de capital) et la simplification des opérations d'introduction en bourse.



Sophie JAVARY

Vice-Chairman CIB EMEA, BNP Paribas
sophie.javary@bnpparibas.com

Secteur bancaire

Montée en puissance des banques de financement et d'investissement américaines en Europe : causes, conséquences et remèdes

En 2016 déjà, un rapport¹ du think-tank européen Bruegel mettait en évidence la domination croissante des banques de financement et d'investissement (BFI)² américaines en Europe depuis la crise financière de 2007-2008. Les auteurs du rapport exploraient les implications de ce phénomène pour l'UE en termes de compétitivité et de souveraineté et expliquaient la nécessité de répondre à ce phénomène en soutenant le développement d'un secteur bancaire européen robuste, innovant et autonome. Huit ans plus tard, le contexte concurrentiel n'a pas changé et les défis posés par la présence massive des établissements américains restent d'actualité, leur poids en Europe continuant à progresser, ainsi d'ailleurs que dans le reste du monde, tandis que parallèlement, celui des banques européennes a diminué (cf. graph 1).

Les facteurs de ce basculement sont à la fois réglementaires, économiques et stratégiques (i). Il influe potentiellement négativement sur le financement, l'innovation et la croissance économique en Europe (ii). L'UE doit en conséquence répondre à cette situation, pour conserver son indépendance et sa souveraineté (iii).

Facteurs de réussite des BFI américaines et de pénalisation de leurs concurrentes européennes

Plusieurs caractéristiques de l'économie américaine ont bénéficié à ses banques, dont en premier lieu son dynamisme et ses taux d'intérêt plus élevés qu'en Europe. Un autre élément tient à son financement largement désintermédié, du fait d'une part du large recours des sociétés non financières aux marchés et d'autre part du mécanisme public de titrisation pour les crédits immobiliers³ qui permet aux banques américaines de sortir de leur bilan, l'essentiel des crédits immobiliers qu'elles octroient. Ce modèle leur permet de bénéficier de marges nettes d'intérêts plus élevées, grâce à des ratios de crédits sur dépôts structurellement plus faibles et à un recours moindre aux financements de marché, plus onéreux. Par ailleurs, l'intérêt des investisseurs étrangers pour les titres américains se traduit par des marchés de dette et de capitaux

profonds et liquides aux Etats-Unis, qui génèrent des volumes d'activités et des revenus importants pour les banques américaines et leur permettent d'avoir une taille critique en BFI

domestique intégré. Autre élément important, alors que les autorités américaines ont tourné la page de la crise financière de 2007-2008 et rechignent désormais à mettre en œuvre les

mesures dite de finalisation de 'Bâle 3' qu'elles ont pourtant largement contribué à définir, les régulateurs et superviseurs bancaires européens continuent d'alourdir les exigences en capital imposées aux banques européennes, par exemple en n'envisageant pas de réduire celles dites de pilier 2 malgré la «finalisation de Bâle 3» qui va mécaniquement augmenter les exigences de pilier 1 d'environ 10%, en augmentant les montants des différents

coussins additionnels de fonds propres prévus par la réglementation européenne ou encore en multipliant des tests de résistance susceptibles de justifier de nouvelles exigences en capital.

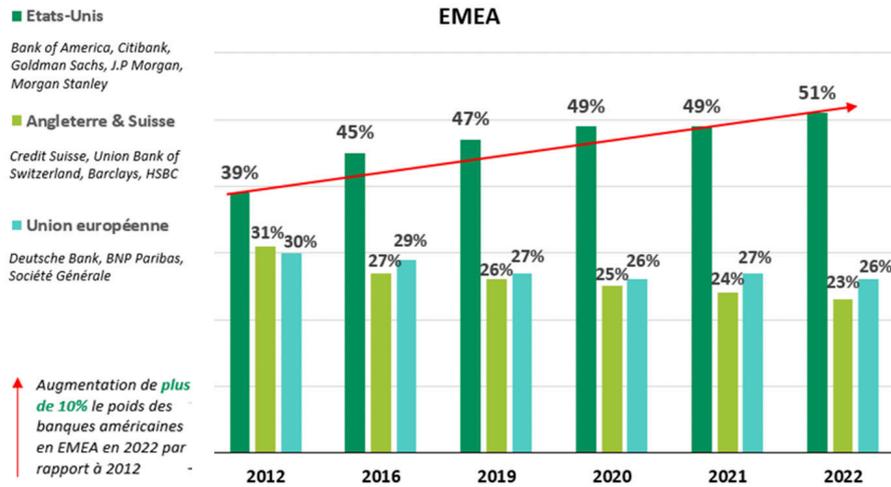
La domination des BFI américaines rend l'UE dépendante

La prépondérance des BFI américaines sur le marché européen engendre des risques significatifs pour la souveraineté économique de l'Europe.

Certaines entreprises européennes sont devenues dépendantes des capitaux et des services financiers fournis par ces banques. Or cette dépendance peut avoir limité leur capacité de négociation, dans un contexte où la croissance des BFI américaines conduit progressivement à une concentration de l'offre, c'est-à-dire à une réduction de la concurrence synonyme de hausse des tarifs, au détriment de la compétitivité globale des entreprises concernées.

Leur progression va aussi rendre l'économie européenne de plus en plus vulnérable aux chocs économiques et financiers. Une crise financière ou une récession majeure en Europe ou aux Etats-Unis pourrait en effet conduire les banques américaines à se recentrer sur leur marché domestique et donc à couper brusquement leurs financements européens, nécessairement secondaires. Même hors de

Répartition des revenus des banques de financement et d'investissement



(Graph. 1 - Source : Coalition Greenwich Proprietary Analytics)

sur leur marché domestique. Enfin, les banques américaines ont bénéficié d'une meilleure adaptation du cadre réglementaire américain après la crise financière de 2007-2008. Les réformes Dodd-Frank, bien que strictes, ont été mises en œuvre d'une manière qui leur a permis de renforcer leur capital plus efficacement que leurs homologues européennes. Ces éléments combinés ont fait que la rentabilité des banques américaines est revenue depuis la crise à un niveau significativement supérieur à celui de la plupart des banques européennes.

Ces éléments réunis leur ont permis de concurrencer très efficacement les banques de l'UE sur le marché européen. Elles ont pu y investir massivement, racheter des actifs à prix compétitifs, renforcer leur présence sur les marchés clefs (en prenant appui sur leurs marchés de capitaux en dollars américains, en abaissant le prix des services offerts pour accroître leurs parts de marché) et aussi attirer les meilleurs talents.

Parallèlement, les BFI européennes ont dû, et doivent toujours composer avec des marchés européens fragmentés, du fait des divergences de réglementation et de conjoncture économique d'un Etat membre à l'autre, qui pénalisent leur capacité à se développer avec la même agilité que leurs concurrentes américaines, celles-ci bénéficiant a contrario d'un très vaste marché

cette hypothèse, la dépendance vis-à-vis d'institutions financières étrangères réduit la capacité de l'Europe à contrôler son avenir économique et à prendre des décisions indépendantes dans le meilleur intérêt de ses entreprises. Elle limite sa capacité à mettre en œuvre des politiques économiques autonomes, vitales pour répondre correctement aux défis auxquels nous sommes confrontés, en premier lieu desquels les transitions écologique et numérique.

Quelle réponse européenne ?

Pour préserver son autonomie et mettre un terme à la domination croissante des banques américaines sur son marché, l'UE doit prendre d'urgence des mesures favorables à son industrie bancaire et financière.

L'un des axes à cet égard tient à la relance de l'Union des marchés de capitaux (UMC), une initiative clef pour stimuler l'investissement à travers l'UE et permettre une allocation plus efficace des capitaux à l'échelle du continent. Parmi les mesures à prendre dans ce cadre, celles concernant la titrisation sont identifiées comme un levier essentiel pour diversifier les sources de financement des entreprises et en augmenter la capacité. Un assouplissement

pertinent de son traitement prudentiel et réglementaire pourrait encourager une plus grande participation du marché et permettre un accroissement des volumes, tout en veillant bien entendu à maintenir les garde-fous nécessaires.

Un autre élément majeur concerne les exigences en capital imposées aux banques européennes. On sait que l'augmentation du capital réglementaire accroît le niveau de stabilité financière mais réduit parallèlement la capacité des banques à prêter et pèse ainsi sur la croissance. Or si personne ne conteste qu'il y a jusqu'à un certain point plus à gagner en réduisant la survenue des crises financières qu'à perdre en restreignant la croissance économique, on sait aussi qu'il existe un niveau au-delà duquel le rendement marginal des progrès supplémentaires diminue, à tel point que les bénéfices que l'on peut en tirer en matière de stabilité financière deviennent inférieurs au coût pour l'économie. La BRI a estimé dans une étude publiée en 2010, après la grande crise donc, que ce niveau optimal est de l'ordre de 10 % à 12 %⁴. Les banques européennes ayant déjà nettement dépassé ce niveau et les autorités américaines et britanniques ayant clairement annoncé leur

intention de limiter l'impact de la finalisation de Bâle III sur leurs banques pour privilégier leur compétitivité et la croissance économique, il est temps que l'UE fasse de même et mette un terme à la hausse constante des exigences prudentielles entamée après la crise de 2007-2008.



Hubert d'ETIGNY

Affaires publiques - France

hubert.detigny@bnpparibas.com

1-The United States Dominates Global Investment Banking: Does It Matter For Europe?, Charles Goodhart et Dirk Schoenmaker, Institut Bruegel, mars 2016.

2-Alors que la banque de détail sert la clientèle de particuliers, les entreprises de petite taille et les professions libérales, la banque de financement et d'investissement (BFI) apporte des services aux grandes entreprises, aux investisseurs institutionnels et aux gouvernements. Les activités de BFI recouvrent (i) les activités de banque d'investissement qui recouvrent notamment les opérations de fusions et acquisitions, le montage d'émissions en capital, le financement obligataire..., (ii) les activités de marchés, qui concernent les produits et marchés financiers (actions, change, taux, dérivés...), et enfin (iii) les activités de finance d'entreprise, qui visent à répondre aux besoins globaux des grandes entreprises - financement de projets, introduction en bourse, trade finance, crédits syndiqués, couverture de risques...

3-Mécanisme reposant sur les trois agences gouvernementales américaines : Ginnie Mae, Fannie Mae et Freddie Mac.

4-An Assessment of the Long-term Economic Impact of Stronger Capital and Liquidity Requirements, Banque des règlements internationaux, Août 2010

BNP Paribas

La Fondation BNP Paribas : 40 ans d'engagement



En 2024, la Fondation BNP Paribas célèbre le 40ème anniversaire de sa création. Elle s'inscrit dans une longue tradition philanthropique du Groupe et figure parmi les plus anciennes et importantes fondations en France. Depuis 1984, la Fondation contribue à construire un monde plus juste et plus durable dans les domaines de la solidarité (égalité des chances, lutte contre les grandes précarités), de l'environnement (climat et biodiversité) et de la culture (soutien à la création - danse, jazz et arts nouveaux du cirque - et à l'accès à la culture pour tous).

La Fondation BNP Paribas identifie, rassemble et soutient les acteurs à l'initiative de projets innovants à fort impact et qui s'inscrivent dans une démarche de changement systémique sur les plans social, environnemental et culturel. Sa singularité réside sur ce triple impact qui lui permet de développer des programmes

transverses à ces trois grands territoires d'intervention. Elle accompagne dans la durée des acteurs du changement, avec un soutien actif et sur-mesure, pour les valoriser et pérenniser leurs actions

« Quarante ans plus tard, la Fondation a gardé le même ADN. (...) Et en tant que première banque européenne, BNP Paribas est plus que jamais consciente de la nécessité d'avoir une philanthropie très impactante »

Isabelle Giordano

Responsable mécénat du Groupe
et Déléguée générale de la Fondation BNP Paribas

Par ailleurs, depuis 2012 un fonds de dotation, le Fonds Urgence & Développement, permet de réagir rapidement lors de catastrophes humanitaires ou environnementales tout en favorisant les dons des collaborateurs du Groupe en les abondants lors de campagnes de collecte. Plus de 15 millions d'euros ont ainsi été mobilisés pour venir en aide à plus de 6 millions de personnes dans 32 pays et 4 associations partenaires : CARE, Croix-Rouge, Médecins sans Frontières et IFAW.

A l'occasion de son quarantième anniversaire, la Fondation a annoncé le lancement du Lab d'Exploration, qui se veut être un accélérateur pour les acteurs de l'innovation sociale et un outil supplémentaire pour défendre l'égalité des chances.

Cette publication a été réalisée par BNP Paribas à titre informatif uniquement. Les opinions exprimées sont des points de vue personnels et BNP Paribas ne peut être tenu pour responsable de toute conséquence résultant de leur utilisation. Bien que les informations aient été obtenues de sources que BNP Paribas considère comme fiables, elles n'ont pas été vérifiées par un expert indépendant. Les informations et opinions fournies ne constituent pas une recommandation, une sollicitation ou une offre de BNP Paribas ou de ses partenaires, et ne doivent pas être considérées comme un conseil en matière d'investissement, de fiscalité, de droit, de comptabilité ou autres.

© BNP PARIBAS. Tous droits réservés



BNP PARIBAS

La Fondation en quelques chiffres

- Plus de 4 200 projets depuis sa création dont :
- 3 650 initiatives sociales et éducatives ;
- plus de 500 à destination d'artistes, festivals ou projets culturels ;
- plus de 50 programmes de recherche scientifique ;
- 2 millions de bénéficiaires dont 1,2 million pour le seul Projet Banlieues.