



association française des
investisseurs institutionnels

INSTITUTIONNELS 73

Septembre 2024

LA LETTRE D'INFORMATION TRIMESTRIELLE
DE L'ASSOCIATION FRANÇAISE
DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



NOUVEAU DOSSIER Af2i

Disponible sur www.af2i.org

"Contenus Membres"



Les Dossiers de l'Af2i

Titres de créance et nouvelles procédures d'insolvabilité

Septembre 2024

Attente

Attente !

C'est sûr, c'est un curieux titre pour un éditorial de rentrée. Pourquoi ne pas parler d'engagement ? Car la plupart d'entre nous ont vécu depuis le mi-juillet au rythme des Jeux Olympiques et Paralympiques, en admirant le talent et l'abnégation de tous ces jeunes qui sont allés au bout d'eux-mêmes pour gagner.

Engagement et dépassement de soi face aux réalités, cela aurait dû être les bons titres. Hélas, malgré les bouleversements et les drames : l'attente domine. Aux Etats-Unis on attend les élections présidentielles et législatives ; en Europe, on attend la nouvelle Commission et son programme, le rapport Draghi et, en France, un nouveau gouvernement.

Pourquoi ? Ce n'est pas la première fois que l'on vit des changements de gouvernements. Mais cette fois, nous vivons des temps où nous savons, de façon unanime, que des décisions claires doivent être prises pour traiter des sujets qui alimentent depuis trop longtemps l'insatisfaction des populations dans les pays développés, notamment la dégradation ressentie de leurs conditions de vie. Pérenniser ces insatisfactions déstabiliserait trop les sociétés : il faut agir. Tout le monde l'attend. Cette situation est générale, et s'exprime dans chaque pays en Europe, en Grande Bretagne ou aux Etats-Unis, par une radicalisation des propos ou des mesures proposées.

Les Investisseurs Institutionnels ont l'habitude de ne pas surréagir à chaque événement, même crucial. Notre mission nous conduit à rechercher la construction de portefeuilles ayant des positions solides, capables dans le long terme, d'apporter à nos maisons, à nos clients, ou ayant droit les ressources permettant de construire et d'améliorer les services offerts.

C'est dans cet état d'esprit, dans la ligne de la raison d'être de l'Af2i que nous avons fondé une démarche pour aboutir début 2023 aux «19 propositions et recommandations pour tenir compte d'un environnement géopolitique, économique et financier radicalement nouveau ». Force est de constater que le diagnostic initial s'est confirmé. Certaines propositions se diffusent, notamment dans le rapport Noyer comme vous pourrez le découvrir dans la suite de ce numéro. Nous atten-

ons donc le rapport Draghi et ses préconisations sur la compétitivité européenne. Annoncé en avril, sa parution a été, une fois de plus, repoussée de juillet à septembre. M. Draghi avait affiché la nécessité de refonder l'Europe, en prenant acte que l'Europe ne peut plus agir en étant la seule à appliquer des règles des années 1990 que les grands blocs, Chine et Etats Unis, ne respectent plus. Ses propositions établiraient, selon ses termes, des stratégies pour protéger les industries européennes, les mettre à une échelle continentale et sécuriser activités et indépendance des approvisionnements. A cet égard, l'énergie est le premier des sujets que devrait traiter le nouveau trilogue à la tête de l'Union européenne, le Conseil européen, la Commission européenne et le Parlement européen.

Aux Entretiens de l'Af2i 2024 (cf. ci-après) l'énergie fut le thème de notre invité Fabien Bouglé, auteur du livre « La guerre de l'énergie », nommé du prix Turgot 2024. Son exposé a passionné et a suscité un débat qui s'est prolongé lors du cocktail. L'énergie est au cœur de l'économie. Certains disent même que l'économie est avant tout de l'énergie transformée. Dans un monde de valeurs relatives, l'énergie, même si ses prix varient, reste une vraie valeur.



L'énergie permet la transformation des matières premières et l'animation des machines qui économisent et démultiplient les efforts humains et animaux. Disposer d'énergie décarbonée en abondance, à un coût faible et stable, est une condition sine

qua nonne pour assurer à nos concitoyens les conditions de vie dignes auxquelles ils aspirent. L'utilisation de l'énergie ne se limite pas au monde matériel. Plus l'activité se dématérialise plus elle consomme de l'énergie. La consommation d'électricité liée à la numérisation et encore plus celle des Intelligences Artificielles devraient attirer notre attention. L'IA on en parle aussi dans ce numéro avec un article très pertinent « Le sens de l'IA, un nouveau pari pascalien ».

Bonne reprise ! Et bonne lecture ! En attendant... de vous retrouver pour la présentation du nouveau dossier de l'Af2i « Titres de créances et nouvelles procédures d'insolvabilité » (24 septembre) ou le Club de prospective Af2i 2024. Nous y traiterons de l'immobilier, en partenariat avec l'IEIF (octobre).

Le 3 septembre 2024, **Hubert Rodarie**

Nos prochains rendez-vous

ÉVÉNEMENTS OUVERTS À TOUS

PRÉSENTATION DU NOUVEAU DOSSIER DE L'af2i
Titres de créance et nouvelles procédures d'insolvabilité



24 septembre 2024
8h30 – 58 rue de Lisbonne 75008 Paris

CLUB DE PROSPECTIVE
en partenariat avec l'IEIF



15 octobre 2024
17 heures – Salons Hoche, 9 avenue Hoche 75009 Paris

RESTITUTION DU QUESTIONNAIRE ESG
en partenariat avec le groupe Hexagone



7 novembre 2024
17 heures – Salons Hoche, 9 avenue Hoche 75009 Paris

LES ENTRETIENS DE LA FINANCE DURABLE
en partenariat avec l'AFFI



6 décembre 2024
8h45 – 18h30 – NEOMA Business School, 6 rue Vandrezanne 75013 Paris

ÉVÉNEMENTS RÉSERVÉS AUX MEMBRES DE L'af2i



Retrouvez tout le programme des prochains ateliers organisés
avec les membres Partenaires sur :

www.af2i.org

SOMMAIRE

- 3 Edito**
- 4 Agenda**
Nos prochains rendez-vous
- 6 Le sens de l'IA**
Un nouveau pari pascalien
- 10 Rapport Noyer**
Les remarques de l'Af2i
- 16 Projet EnRAgri**
La méthanisation accessible
aux agriculteurs
- 20 Technologie disruptive**
Les contours de l'industrie
s'estompent
- 24 Bonnes feuilles**
Tyrannie and Co
- 26 Les Entretiens de l'Af2i**
Retour en images

L'Af2i

Association Française des Investisseurs Institutionnels
58, rue de Lisbonne 75008 Paris
Association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901
Agrément n°00155634 délivré le 26/07/02 à Paris

Contacts

Hubert Rodarie, Président
Éric Sidot, Délégué général
Christelle Pattegay, Responsable administratif
Lætitia Coly, Chef de projet éditorial
af2i@af2i.org
www.af2i.org
Tél. +33 (0) 1 42 96 25 36

 Suivez-nous sur LinkedIn





Le sens de l'IA

Un nouveau pari pascalien

Jusqu'où ira l'Intelligence Artificielle, véritable provocation anthropologique ?

Gen AI & consorts affecteront-elles la confiance si fondamentale pour le développement des collaborations façonnant l'économie ? Ou au contraire pourraient-elles renouveler la raison d'être des entreprises et leur durabilité ? Comment les dirigeants pourront-ils servir leur vocation première – l'art de donner un cap, un sens – face au double piège du déni mortifère des chocs de productivité, ou à l'inverse de l'adoption boulimique de machines asservissantes ?

Donner du sens à l'ère de l'IA¹ : c'est peut-être la question la plus importante à poser si l'on veut diriger et investir authentiquement, en domptant ces machines aussi fascinantes qu'envahissantes pour l'essentiel des métiers. Une question intégrale, qui ne saurait ignorer ni la technologie, l'éthique et l'art du management, ... mais plus profondément encore l'épistémologie, la philosophie et l'anthropologie.

Une question piégée

La question du sens est pleine de pièges. Citons en quelques-uns : l'inflation rhétorique d'une bulle technologique (sinon financière), l'ignorance des limites des machines, la tentation d'une éthique de pure conformité, le tropisme du divertissement boulimique, la peur bloquante de l'incertitude...

Comment s'armer d'une capacité de discernement, sinon en mobilisant une pensée exigeante, aussi lucide de la technologie et des affaires que profonde au plan philosophique, scientifique et anthropologique ? C'est là que Blaise Pascal, génie quadricentenaire, semble un sparring partner incroyablement prophétique : car c'est l'un des rares philosophes à avoir été un immense scientifique autant qu'un prolifique ingénieur-faiseur et communicant hors pair.

Il n'est autre que l'inventeur de la décision probabiliste et du raisonnement par récurrence, ainsi que du premier calculateur mécanique : autant d'éléments clé de l'IA moderne. Il est le grand penseur du divertissement, de l'incertitude, du pari.

Il est enfin le maître absolu de la rhétorique, tout autant dans l'art du pamphlet que dans le style inégalé du pitch philosophique. Peu savent qu'il fut également un stupéfiant tech-entrepreneur en série aussi audacieux que fortuné depuis l'aventure de la Pascaline (un flop commercial de jeunesse, prophétisant le techno-push) jusqu'aux Carrosses à Cinq Sols (un immense succès de maturité, chef d'œuvre de marketing et préfiguration des entreprises tech for Good : rien moins que le Blabla-car du XVII^e siècle, et le premier transport en commun de l'histoire, le tout en cédant le profit et les actions aux œuvres caritatives de l'époque).

Parmi les nombreux points de discernement, on approfondira ci-après le vertige rhétorique de l'IA et la promesse prédictive totalisante, qui angoisse tant nos contemporains et paralyse souvent la dynamique de transformation.

Le mirage du néo-déterminisme

Prenons donc le taureau par les cornes : ces machines chaque jour plus troublantes de pertinence prédictive et créative, auquel rien de ce qui fonde le talent humain à valeur économique ne semble véritablement résister : avant-hier l'anticipation du comportement d'achat ou du trajet optimal, hier la traduction instantanée, aujourd'hui le diagnostic médical, le journalisme et la créativité des vidéastes et pourquoi pas demain l'empathie relationnelle d'assistants aux personnes dépendantes, de conseillers de clientèles ou de



Etienne DE ROCQUIGNY

Mathématicien, entrepreneur & senior advisor de dirigeants, gérant de Blaise Pascal Advisors et président du think-tank Espérance & Algorithmes

psychiatres, doués de conscience et de vertu sans faille, enfin plus rationnelles que les personnes humaines ? Faut-il donc se résigner à des IA qui vont tout prédire ? Si c'est le cas, ne reste-t-il à nos angoisses métaphysiques que la seule option de la régulation éthique universelle du monde algorithmique et de ses acteurs :

l'AI Act, la régulation du climat ou l'encodage de la vertu des entreprises (CSDR etc.), au secours de nos peines ? Tant de discours contemporains soutiennent à peu près cette posture néo-déterministe: (i) il est vain de résister à la toute-puissance des algorithmes qui vont inéluctablement tout prédire et tout optimiser. (ii) d'ailleurs, c'est peut-être tragiquement souhaitable pour enfin réguler l'irrationnalité dangereuse de comportements humains détruisant la planète.

Et pourtant, "le nez de Cléopâtre, s'il eût été plus court, la face du monde en serait changée". Pascal, celui-là même qui inventa la décision probabiliste en espérance et l'inférence par récurrence, - deux composantes clé d'un réseau apprenant comme le LLM -, nous rappelle que le monde est profondément indéterminé. Les grands basculements de l'histoire ne sont pas tout à fait terminés. Hariri décrivait dans Homo Deus en 2015, une humanité Sapiens en passe de contrôler bientôt son univers tels des dieux, et tout particulièrement de ringardiser les grandes épidémies : patatras, la Covid 19 n'a-t-elle pas changé la face du monde ? Un virus quasi-nanométrique vient tout remettre en question, non sans rappeler le

ciron, animalcule dont Pascal parlait dans ses Pensées ou le cygne noir de Nassim Taleb : hardis sont ceux qui soutiennent que l'IA aurait pu le prédire, quand bien même les algorithmes furent de puissants auxiliaires pour accélérer ensuite la recherche de vaccin.

“

**Blaise Pascal,
n'est autre que
l'inventeur de la
décision
probabiliste
et du raisonnement
par récurrence [...]
autant d'éléments
clé de l'IA moderne.**

Régularités troublantes et vastes incertitudes

Car au fond, la rhétorique de l'IA suppose des régularités profondes dans le réel. Ces régularités soutiennent l'efficacité prédictive ou contrôlante des modèles, tout particulièrement celles des modèles probabilistes qui dominent actuellement l'intelligence artificielle. Ceux-ci requièrent une forme de stationnarité des comportements : malgré les fluctuations complexes d'un contenu textuel, d'un visage, ou d'un comportement d'achat, les phénomènes ont une certaine stabilité récurrente.

Autrement dit : tant que nous continuons de penser, de parler et d'agir comme avant, tant que la nature ou l'économie se transforment selon des lois phénoménologiques conformes à celle d'un passé mesurable, - fussent-elles complexes,

et même aléatoires, selon des chaînes complexes de lois conditionnelles, pourvu que leurs distributions évoluent lentement -, une telle IA basée sur ce que Pascal appelait la géométrie du hasard fait des merveilles

Bien que nous n'expliquions pas bien encore au plan mathématique l'indécente efficacité des architec-

tures neuronales probabilistes, force est de constater qu'elles capturent de manière stupéfiante les récurrences de nos propos et comportements. De fait, nous ne sommes pas qu'esprit, mais également automates : cette intuition prophétique de Pascal est conforme aux trouvailles neuroscientifiques modernes. Le cerveau humain semble s'économiser au plan énergétique en fonctionnant en inférence automatique, et en réservant à de rares occasions les mécanismes cognitifs et rationnels les plus avancés du cortex. Dans sa critique du Système Technicien, Jacques Ellul ne manquait pas de moquer l'illusion de liberté apportée par un objet technique, jouant d'automatismes socio-psychologiques : à l'époque, la voiture individuelle dans laquelle des millions de franciliens choisissaient "librement et indépendamment", de s'enfermer dans des embouteillages massifs le week-end de l'Ascension. La technique s'avère souvent porteuse d'un asservissement moutonnier qui fait de nous des automates sous influence : une logique qu'Amazon, OpenAI et tant d'autres ont si bien comprise. Une logique implacable ? Sans doute. Jusqu'à ce qu'une petite catastrophe change tout, sinon un sursaut de liberté créative. Car en ouvrant le dossier épistémologique, toutes choses restent rien moins qu'incertaines si l'on prend au sérieux les grandes ruptures de la science moderne : l'indétermination d'Heisenberg, le chaos déterministe de Lorenz, voire l'incomplétude de Gödel, autant de bombes épistémologiques face à la prétention de tout apprendre et tout prédire par le calcul. Ils ouvrent d'ailleurs des abysses d'indétermination face aux modèles infiniment grossiers de ceux qui prétendraient réduire le cerveau – et par là-même la conscience – à des architectures de perceptrons connectés. Qu'une familiarité fonctionnelle rassemble bon nombre de nos comportements et de nos conversations et le simulacre époustouflant des Transformers (Attention is all you need) ne suffit pas à réduire le cerveau humain à l'équivalent d'une IA. Il est hardi de penser que le programme de prévision, de recommandation rationnelle et de contrôlabilité universelle ait une extension sans limite. D'autant que, même si un déterminisme caché restait possible (ce que Popper qualifiait d'hypothèse irréfutable, difficile donc à ranger selon lui dans la catégorie des sciences ...), il faudrait encore que les régularités complexes du réel soient effectivement calculables par des ordinateurs. Voici une nouvelle grande muraille : jusqu'où le réel est-il suffisamment observable pour être appris ? Sachant par ailleurs l'hyper-sensibilité aux détails qu'impose le régime du chaos déterministe, et donc des coûts exponentiellement croissants ? Quelle puissance de calcul faudrait-il ensuite pour les absorber ? Une véritable bombe de consommation énergétique, à supposer encore qu'on ne tombe pas dans les pièges de la non-calculabilité ? Téméraires

ceux qui nous pensent à l'abri des catastrophes grâce au triomphe de la raison algorithmique. Il serait sage de remettre dans ce contexte la tentation néo-déterministe à sa juste place : (i) une thèse d'investissement habilement mise au service rhétorique de levées de fond gigantesques², (ii) une hypothèse qui séduira certains mais qui reste, en fait, très incertaine ; (iii) un pari téméraire dans la conduite des affaires, voire une imprudence dans la gouvernance d'une entreprise. Sans dénier les prouesses magnifiques des automates algorithmiques, il n'y a pas de raison de leur déléguer l'intégralité du réel : au contraire, l'activité humaine peut et doit assumer les aléas et incomplétudes, et c'est là d'ailleurs que l'on pourra parfaire ses compétences et exercer pleinement liberté et responsabilité créatives.

Le retour du libre-arbitre, de la raison et du cœur

L'IA provoque notre attention sur ce qui reste une question ouverte : le mystère de l'indétermination du monde.



**L'IA provoque
notre attention sur
ce qui reste une
question ouverte :
le mystère de
l'indétermination
du monde**

Si telle est l'indétermination du monde, n'est-ce pas là où l'on peut voir l'une des conditions de notre libre-arbitre ? N'est-ce pas d'ailleurs ce qui nous sépare finalement de la machine, plus profondément encore que notre intelligence ou notre créativité ? La possibilité de la liberté ... si encore nous la saisissons, sans nous reposer systématiquement sur le mode automatique, qu'il s'agisse de celui des IA que nous utilisons ou celui de notre propre fonctionnement cérébral. C'est là que l'on peut sans doute reprendre la main pour donner du sens à l'aventure algorithmique. Ces machines fascinantes ne sont pas sans limites ; le réel n'est pas intégralement prévisible ni calculable ; l'humanité possède une dignité sans égale, qui ne se limite pas à son intelligence rationnelle,

celle de la volonté authentique et du libre-arbitre. En mobilisant d'ailleurs non seulement notre raison discursive, mais également notre cœur. Selon Pascal, c'est le lieu de l'intime conviction plus que des simples émotions – qui est mobilisé dans les décisions radicales, et non pas essentiellement celui de la raison dont le rôle est plutôt de préparer ou corroborer : le cœur a ses raisons que la raison ne connaît point. La rationalité discursive, l'esprit de géométrie, l'inférence algorithmique et l'usage de l'IA sont nos auxiliaires : mais sans le cœur, sans l'esprit de finesse, la raison auto-référencée devient folle. La quête de machines prédictives toujours plus complexes, sans autre référentiel que l'emballement de la compétition mondiale de la prouesse tech pour la tech, ressemble au mythe de la tour de Babel : le fantasme d'une tour mondiale toujours plus grande et plus rassembleuse sans autre destination que la tour elle-même, qui finit par s'effondrer.

La rhétorique de l'intelligence artificielle, si performante

pour lever des milliards, présente un immense piège: celui de détourner l'attention vers une fausse piste, celle d'une rationalité toute puissante qui déclasserait la personne humaine et administrerait le meilleur des mondes. Là où, au contraire, les machines rationnelles sont d'une aide concrète pour servir humblement les peines de l'humanité et de la planète sous la direction des personnes humaines qui sont bien plus que des entités intelligentes: des êtres de volonté, appelés à donner un sens à leur action, sans pour autant s'illusionner sur le contrôle parfait d'un monde très largement indéterminé.

Quitter ses illusions pour servir grâce à l'IA sans asservir

C'est très exactement dans ce contexte qu'il faut entreprendre et diriger avec l'IA. Quitter ses illusions pour voir pragmatiquement et humblement comment mettre les automates numériques apprenants et interactifs – laissant au registre de la communication la question de leur intelligence – au service de ce pourquoi on a entrepris: servir les clients nous font confiance, la raison d'être de l'entreprise, l'impact, la mission que nous prenons : c'est là qu'il faut se (re)saisir de notre humanité.

Les bénéfiques sensés sont légion: l'IA au service de l'efficacité énergétique, face à la gabegie monumentale qui menace le climat, avec tant de services prouvés associant la machine learning pour apprendre les besoins en temps réel et l'optimisation stochastique pour gérer les actifs énergétiques renouvelables au mieux face à l'incertitude qui les caractérise³; l'IA au service de l'économie circulaire ou des transports durables, qui impliquent des défis logistiques et computationnels immenses; l'IA au service des parcours de santé, du diagnostic médical ou de la recherche de médicaments; l'IA pour massivement simplifier la charge administrative qui déshumanise tant les métiers du recrutement, de l'hôpital ou le service public. Quitter également l'illusion d'une éthique algorithmique qui serait intégralement régulable, définitivement débarrassée de ses biais. Très populaire dans les débats sur l'IA, cette quête est en fait illusoire : tous les modèles sont biaisés, la réalité l'est plus encore.

Si l'on nomme "biais" un écart à un modèle idéal de justice, où aucun d'entre nous ne serait lésé. Les mêmes qui dénoncent les biais souhaitent finalement les réintroduire : face à des écarts déplorés de salaire entre sexes ou origines, on souhaite redresser l'algorithme pour qu'il contribue à lutter contre ces écarts, et pour cela on le biaise par une discrimination positive. Or, justement, la discrimination positive est affaire de projet, de liberté et de sens. Selon la raison d'être des applications, les personnes les plus vulnérables ne sont pas nécessairement les mêmes. On y retrouve là les mêmes pièges: croire que le réel se calcule entièrement, que la justice est affaire de nombres et d'équations bien posées, *reductio ad numerum* de la personne humaine et du bien commun. Or, la sagesse de la décision n'est-elle pas dans l'art de rechercher par le débat et l'enquête à démêler des ressorts généralement mal documentés: la communication non verbale, l'effet de l'audience ...qui échapperont souvent aux données de calcul ? Ce qui ne signifie évidemment pas que l'éthique algorithmique n'ait rien à faire: mais elle ne saurait en elle-même épuiser la quête de

sens, plutôt apporter quelques garde-fous pour dérisquer l'usage. Mettre l'IA au service de la raison d'être de l'entreprise et à la quête de chacun, sans dénier les immenses prouesses, mais sans jamais renoncer à exercer pleinement son libre-arbitre ; En veillant à en rester maître : ce qui suppose aussi une véritable formation du discernement, en s'intéressant en détail aux préférences décisionnelles des algorithmes⁴, aux limites des machines, et à l'alignement entre celles-ci et le sens que l'on veut leur donner. Là encore, si l'on quitte l'illusion du tout prédictif qui nous remplacerait, l'IA peut redevenir une magnifique auxiliaire d'un approfondissement de la connaissance, des compétences et de la science: le plus intéressant dans l'usage d'un modèle mathématique, c'est de comprendre là où il se trompe. Ces irrégularités mal reproduites par les modèles sont sources d'étonnement, d'approfondissement et finalement de maturation de l'expertise.

Ainsi le jeune géotechnicien, le thermicien ou le médecin utilisant des IA "boîtes blanches" orientées non pas seulement sur la production de "prêt à penser" mais une expérience associant prédiction, visualisation et intelligibilité des facteurs peut monter en compétences bien plus rapidement qu'autrefois, en capitalisant de manière accélérée une expérience sur un nombre gigantesque de cas empiriques. En entraînant leur propre jugement à la fois par l'efficacité des machines prédictives et l'intelligence du réel, qui dépasse toujours les régularités prédictibles. C'est comme cela d'ailleurs que des entreprises peuvent espérer marier l'efficacité algorithmique à l'élévation des compétences de leur collaborateurs sur ce qui fonde le sens de leur métier, plutôt que devenir des travailleurs du vide, déléguant avec paresse à des IA tierces leur capital immatériel et ruinant in fine la confiance que leur accorderont leurs clients. Former la raison et le cœur, pour se servir des machines sans asservir. Un véritable pari pascalien : un pari d'ailleurs entrepreneurial, qui a été celui de Pascal entrepreneur, car la véritable innovation de rupture résiste à la prédiction: Or quand on travaille pour demain, et pour l'incertain, on agit avec raison, car on doit travailler pour l'incertain (Pensées). ■

1. Voir "Le sens de l'IA – à l'école de Pascal Entrepreneur", Etienne de Rocquigny, Editions Boleine, 2023.

2. Pascal avait d'ailleurs parfaitement compris l'importance capitale du pitch: à vouloir convaincre vous perdez votre temps, il vaut mieux séduire.

3. Ce qui suppose par ailleurs de mobiliser des IA frugales, à la consommation énergétique maîtrisée et restant significativement inférieure aux économies qu'elles provoquent ..., ce qui n'est pas le tropisme naturel des très grands modèles de langage (LLM) actuels, mais est parfaitement réalisable avec des IA classiques, non textuelles, au paramétrage bien plus parcimonieux.

4. Ce en quoi le futur Règlement européen sur l'IA contribuera (en partie) : les clauses sur la transparence, la documentation de l'apprentissage vis à vis des risques, non-discrimination etc., la mise en place de filigranes (watermarks) pour éveiller le discernement et le cadre de responsabilité des parties prenantes ... Sans pour autant réellement nourrir le discernement sur le sens de l'usage et l'alignement avec la raison d'être originale de l'entreprise: le cadre est celui d'une éthique de pure conformité, certes légitime mais structurellement limitée.



Rapport Noyer

Les remarques de l'Af2i

Le but du rapport et des propositions est de promouvoir l'union des marchés de capitaux, pour mieux orienter l'épargne européenne vers les investissements européens, pour assurer le financement de projets liés au thème de la transition, dont les montants sont tels, que les états et les banques ne pourront pas les financer. Synthèse des remarques de l'Af2i.

L'Af2i apprécie l'effort de réflexion et de proposition du comité d'experts présidé par M. Noyer. En particulier, sur les propositions concernant la titrisation, l'Af2i partage la nécessité de simplifier, et surtout de réduire les pénalisations réglementaires, notamment pour les investisseurs soumis à Solvabilité 2, qui expliquent largement la désaffection de ce type de structuration.

L'Af2i apprécie la proposition d'une plateforme de garantie, et ce d'autant plus qu'elle est une des 19 propositions publiées en 2023, qui préconisaient la mise en place d'instruments de garantie publique pour faciliter le financement des investissements, notamment ceux liés à la transition. Cette plateforme européenne aurait par ailleurs l'intérêt de donner une couleur véritablement européenne aux titrisations ainsi garanties. De même, l'Af2i approuve l'objectif de réduire la fragmentation du post marché en particulier par le développement de règlements livraisons avec des registres partagés (Blockchain), toutefois il ne faudrait pas que cela soit l'occasion d'une homogénéisation des droits des titres sur un moins disant.

L'Af2i est intéressée, mais exprime une réserve, sur l'intérêt de la création d'un label fondé non sur les besoins des épargnants, mais dans un objectif principalement politique. On se souviendra que le PEPP, dont l'échec a été souligné dans le rapport est né de la volonté de

rapprocher les citoyens de l'Europe en offrant un produit unique purement européen et non pas de répondre à un besoin insatisfait.

L'Af2i, s'interroge sur la nécessité d'une supervision centralisée pour les fonds. Tout en reconnaissant qu'une amélioration de la gouvernance de l'ESMA lui semble nécessaire, l'Af2i pense que cette centralisation n'apportera pas d'amélioration particulière au dispositif actuel. A cet égard l'exemple du secteur bancaire en est une illustration.

Ces deux dernières remarques permettent de souligner que le rapport peut être ressenti comme une juxtaposition de sujets plus qu'une démonstration de conditions nécessaires pour la réalisation effective de l'UMC. Notamment ne sont pas évoqués les besoins des entreprises en BFI, la stratégie des banques, notamment étrangères, le rôle des changes : poids de l'euro vs dollar américain dans les transactions ou les dérivés, les conséquences de la localisation en Europe de l'épargne et des excédents et son impact sur les flux intra-européens, les effets de la standardisation par le biais d'oligopoles extra européens dans divers domaines de l'investissement : indices, notations financières et extra-financière, les conséquences sur l'allocation et le fonctionnement des marchés de l'investissement indicel, etc. Enfin l'Af2i aurait souhaité, que soit au moins esquissée une



approche du rôle de la Place de Paris dans cette UMC, en particulier en intégrant les conséquences du BREXIT. Les différents points sont repris dans la note ci-après :

Le contexte des marchés de capitaux en Europe

En complément aux descriptions des flux d'épargne et des besoins de financement, l'Af2i souligne qu'une vision emplois/ressources du sujet de financement des diverses transitions qui motive des objectifs d'arbitrage (court terme vs Long terme, risqué vs sans risque) au sein des portefeuilles a un sens limité dans le système monétaire européen gérant une monnaie fiat ou fiduciaire.

En effet, la création monétaire concourt à répondre aux besoins de financement par les circuits privés ou publics, de façon saine lorsqu'ils sont, soit rentables, soit jugés indispensables par la puissance publique. Dès lors cette vision emplois/ressources n'a de pertinence qu'en cas d'anticipation d'une contraction durable et volontaire (politique monétaire) ou involontaire (inflation) de la masse monétaire.

Par ailleurs, l'Af2i regrette que les experts du comité n'aient pas apporté d'éléments sur les besoins et pratiques des entreprises relatifs aux marchés de capitaux : volume de financement en devises, en euros et par instruments crédit ou titres de créances, en produits dérivés : swap de taux, instruments de couverture, rehaussement de crédits, etc.

De même, il aurait été intéressant de connaître la stratégie des banques, y compris étrangères notamment en BFI, et une explication de leurs contraintes au développement en Zone Euro, ainsi que les raisons des pertes de marché subies par les banques européennes depuis 2008 dans ces activités. A cet égard, le passage page 29, mis en note¹, donne une piste, pour les activités de BFI : une forme de dumping par réutilisation d'une partie des rentes créées par une position oligopolis-

tique² des banques américaines sur leur propre marché et un appui des autorités reconnu au plus haut niveau. N'y a-t-il pas place à une demande résolue de global level playing field, plutôt qu'à recommander une concentration des acteurs européens, qui viendraient alors s'agréger à l'oligopole bancaire devenu global et ce, au détriment des consommateurs européens, institutionnels et particuliers.

L'analyse des flux aurait gagné en précision en développant une vision et une explication des déséquilibres des flux intra européens depuis la crise de 2008 se traduisant par des soldes Target très contrastés. Cela aurait permis d'introduire dans la réflexion la localisation en Europe de la capacité d'épargne et des excédents de paiements par pays au sein de la zone euro et les conséquences de cette localisation sur l'allocation de l'épargne actuelle qui peut être déterminée par une situation particulière d'un pays³. Ce qui aurait éventuellement justifié des mesures différenciées.

De même, il aurait été intéressant de caractériser l'usage de l'euro et le poids des devises étrangères, notamment le dollar, dans l'activité des banques en zone euro, et plus largement en Europe, pour les entreprises et les institutions, dans les financements sollicités et les produits dérivés, et par voie de conséquence de décrire les conditions d'accès à ces monnaies.

A cet égard, on notera la prééminence des OPC monétaires en devises étrangères dans le total des OPC européens⁴. En effet, les OPC monétaires en EURO ne représentent que 45% du total des 1460 Milliards d'euros d'encours fin 2022. Ces OPC, dont les valeurs liquidatives essentiellement libellées en USD et en GBP, sont quasi exclusivement investis en permanence en titres libellés dans ces devises et la plupart du temps, émis par des émetteurs non européens⁵, mais sont comptabilisés dans les totaux de l'épargne européenne.

PROPOSITION N°1

Développer des produits d'épargne européens de long terme ou des institutions de long terme

On remarquera tout d'abord que le rapport cherche des solutions pour l'investissement dans le cadre conceptuel des marchés financiers issu de la déréglementation des années 1980. C'est-à-dire le rapport cherche à élaborer des « produits » structurellement détenteurs de titres soit illiquides, soit dont la valeur sera variable, et dont les risques sont intégralement supportés par les porteurs, essentiellement des personnes physiques. Ce produit établirait ainsi une relation directe et individuelle entre le porteur et les titres détenus.

Ayant expérimenté avec le PEPP que l'élaboration d'un « produit » ex cathedra n'était pas efficace lorsque que le « produit » 1) n'apportait pas de réponse différente au client par rapport aux offres existantes et 2) n'était pas suffisamment rémunérateur pour les intermédiaires, dès lors la solution retenue d'un label apparaît pertinente. Les caractéristiques proposées pour ce label cumulent des caractéristiques du PERE et du PEA.

Toutefois les contraintes sur la liquidité, l'absence de garantie permanente, le caractère collectif, la gestion pilotée par défaut cantonneront de facto, les produits bénéficiant de ces labels à de l'épargne en vue de la retraite. Ce qui a pour effet de limiter les volumes potentiellement disponibles.

L'Af2i propose qu'une voie innovante soit explorée dans le développement ou le renforcement d'institutions d'épargne dont le modèle d'activité permet de créer des fonds permanents et d'offrir une liquidité régulière. La mutualisation des capitaux et l'apport d'une équipe de professionnels au travers de la gestion d'un bilan facilitent le rôle de transformation en investissements de long terme les capitaux reçus pour assurer de façon stable et prévisible en prestations et services attendus par les ayants droit. Un avantage fiscal lié à la durée de la détention et à l'emploi de titres de financement d'entreprises européennes et en particulier de la transition européenne serait accordé.

Un allègement des contraintes de commercialisation pourrait être envisagé. Un assujettissement de ces établissements à l'IORP, idem IRP serait à étudier, et ce afin d'échapper au pilier 1 quantitatif de S2, manifestement inadapté à l'investissement à long terme et manifestement difficilement adaptable.

Par ailleurs, pour faciliter une transformation de l'état d'esprit des régulateurs et des investisseurs et leur ouverture à des financements d'investissements innovants, l'Af2i estime qu'en toute logique la part de la gestion indicielle devrait être limitée dans les gestions bénéficiant d'avantages fiscaux.

En effet, l'extension de ces méthodes a pour effets, non seulement de concentrer les investissements sur les titres composant les indices (non-sélection), mais aussi gêne ou altère le caractère discriminant des marchés⁶ en obligeant l'ensemble des investisseurs à investir selon les quotas retenus dans la construction des indices.

Les effets de ce type de gestion qualifiée couramment de passive⁷, et qui dépassent le sujet des ETF, affectent déjà la formation des prix sur les marchés⁸.



L'Af2i propose qu'une voie innovante soit explorée dans le développement des institutions d'épargne dont le modèle d'activité permet de créer des fonds permanents, tout en offrant une liquidité régulière.

PROPOSITION N°2

Relancer le marché de la titrisation

Ce sujet est travaillé et promu depuis longtemps par les banques en Europe. Le rapport identifie les raisons et les freins, essentiellement réglementaires, qui ont provoqué le déclin de cette structuration d'actifs.

L'Af2i confirme que les investisseurs sont intéressés par ce type d'actifs qui diversifieraient leurs portefeuilles, mais que, notamment, les assureurs sont bloqués par le lourd traitement imposé par Solvabilité 2.

L'Af2i soutient et trouve judicieuse l'organisation de plateformes de titrisation et de garantie pour faciliter les opérations et offrir des sécurités complémentaires. Historiquement ce fut la raison de la création des GSE américaines après la crise des années 1930. Par ailleurs lorsqu'il s'agira de financer des investissements liés à la transition cela ira dans le sens préconisé par l'Af2i dans ses 19 propositions présentées début 2023 de créer des outils publics ou semi publics de garantie.

Par ailleurs, cette plateforme européenne pourrait ainsi donner **un caractère véritablement européen aux titrisations** et les rendre attractives non seulement aux investisseurs nationaux mais aussi aux non-résidents.

PROPOSITION N°3

Promouvoir une supervision intégrée :

Le rapport préconise un supervision intégrée pour répondre à divers problèmes, notamment la redondance de démarches réglementaires. Bien que l'allègement de contraintes de toutes natures ou qu'un meilleur fonctionnement des différentes autorités administratives soient

toujours appréciés, l'Af2i estime pourtant que cette intégration ne répondra pas à toutes les questions et qu'elle est moins une condition pour l'UMC, qu'une conséquence d'un UMC qui fonctionne.

En effet, l'offre de fonds d'investissement est très concentrée (France, Luxembourg, Irlande) et très différenciée dans ses produits. L'appel au marché par les entreprises est également très différent selon les pays et ne traduit pas nécessairement un développement ou une maturité supposée de l'économie. Ainsi, pour les actions, si on regarde les capitalisations rapportées au PIB[9] l'Allemagne est au même niveau que l'Espagne à moins de 50%, tandis que la France avec la Finlande pointe à 110%. Mais eux-mêmes sont loin derrière la Suède et le Danemark qui sont pratiquement au niveau des Etats-Unis à 160%.

Pour un investisseur averti il est clair que cet état de fait traduit surtout des modes de détention des entreprises spécifiques ancrés dans l'histoire des pays européens. Ainsi le modèle allemand actuel, issu du capitalisme rhénan, n'est pas friand d'opérations de marchés sur ses titres. Lorsqu'il fait appel au marché, l'entrepreneur allemand abrite souvent ses actions dans des fondations, et fait coter des actions sans droit de vote. La surliquidité généralisée renforce le contraste entre les modèles. La tendance oligopolistique relevée aux Etats-Unis, et bien documentée¹⁰, facilite l'appréciation des titres en concentrant les flux sur les titres de ces méga-entreprises au détriment des autres actions de sociétés dont la liquidité et la valorisation sont proches de celles des entreprises européennes. Ce point est régulièrement noté par les observateurs des marchés américains.

Par ailleurs, plus particulièrement sur le plan des relations avec le reste du monde, cette intégration n'améliorera pas le processus d'élaboration des normes internationales et surtout leurs applications hétérogènes dans des zones où les législations font pourtant l'objet de reconnaissances mutuelles. En particulier, la concurrence des acteurs issus du Royaume Uni, qui se veut le « Singapour de l'Europe », la présence des acteurs américains et d'éventuelles situations de dumping pourtant relevées dans le rapport. Cette supervision unique n'est pas nécessairement le moyen d'éviter la surréglementation européenne, pourtant à l'origine de délocalisations y compris chez les émetteurs.

Enfin, si cette intégration, était décidée, elle devra être assortie de conditions sur la gouvernance et du fonctionnement de l'ESMA. En particulier, cette institution doit réaliser qu'elle n'est plus un organe consultatif mais une autorité européenne. A ce titre par exemple, à défaut de la langue de travail, la langue de communication ne devra pas être exclusivement l'anglais.

L'ESMA devra avoir des processus de consultations et de décisions codifiés et transparents (déroulement des opens hearings, dépouillement des consultations écrites, composition des groupes de travail consultatifs...). Le statut juridique de ses publications devra être précisé, notamment les « guidelines »

Sur l'accroissement de ses attributions citées dans le rapport : La possibilité du choix entre la supervision par l'ESMA et celle par le superviseur national devra être examinée aussi sous l'angle du risque de création de situations d'un moins disant réglementaire, déjà effectives entre les autorités nationales lorsque le choix du régulateur est possible. La possible publication de « non-action paper » participerait, comme les clauses dite de revoyure actuellement, à une instabilité réglementaire, voire à une baisse du statut et de la qualité des textes juridiques.

PROPOSITION N° 4

Réduire la fragmentation du règlement livraison

En préambule l'Af2i rappelle tout l'intérêt des investisseurs institutionnels dans la qualité des infrastructures, la sécurité des opérations et des dépôts de titres ainsi que la nécessité pour la Place de Paris de les maîtriser. Cela a motivé la création de la SICAV S2iEM pour marquer leur soutien du retour sur le marché d'Euronext.

La proposition n°4 a été particulièrement développée dans le rapport. Celui-ci souligne à juste titre la pérennité d'un nombre important de DCT notamment en actions. Le rapport identifie plusieurs raisons liées à la souveraineté, aux différences de droits des titres et à la fiscalité.

Quoiqu'il en soit, il est à remarquer que du fait du BREXIT, la référence et l'attraction des activités de toutes natures vers la place de Londres ont été fortement réduites. Dès lors, des pays ont stratégiquement choisi de renforcer leurs places en Europe dans les secteurs où ils avaient des positions : Belgique sur le règlement livraison de titres avec Euroclear, l'Allemagne sur les dérivés, et le règlement livraison de titres avec Deutsche Börse. L'Italie sera à terme renforcée par le transfert des activités dans LCH sa d'EURONEXT sur sa nouvelle filiale italienne pour les mêmes activités, etc. Selon le rapport, cette situation de fragmentation génère des coûts qui empêcheraient ou désinciteraient des investisseurs particuliers ou investisseurs professionnels.

Pour sa part l'Af2i confirme le poids de la gestion des retenues à la source sur les dividendes versés, et à ce titre attire l'attention que les modifications de leurs perceptions peuvent justifier des délocalisations des transactions.

Toutefois l'Af2i confirme que dans l'analyse de l'opportunité d'un investissement, les coûts de DCT n'interviennent pas. En revanche ils sont gérés et suivis lors de la détention. Et leurs réductions seront appréciées.

Le rapport propose alors deux pistes le renforcement de T2S et le développement d'un service de blockchain.

Le premier point est fondé sur un constat selon lequel que le T2S n'a pas suffisamment répondu à toutes les attentes, plusieurs mesures sont préconisées dont paradoxalement (?) la création d'un DCT européen en donnant des pleines capacités à T2S. Une des préconisations pour assurer ce rôle est l'harmonisation du droit des titres.

L'Af2i considère que cette harmonisation est un sujet extrêmement sensible, ce que le rapport reconnaît en disant page 87 «...en raison des implications potentielles en matière de protection des détenteurs finaux des titres financiers concernés. » En effet, cette harmonisation a fait l'objet d'une proposition européenne avant 2008 qui préconisait à l'époque sous l'influence de la Grande Bretagne un alignement sur le droit anglo-saxon pratiqué en Grande Bretagne et aux Etats Unis, en abandonnant l'application du droit du dépôt pour les dépôts-titres, existant sur le continent et notamment en France.

En effet, sous le droit anglo-saxon un dépôt de titres implique un transfert de propriété et une relation de créateur/débiteur entre le déposant et le conservateur. Bien évidemment en termes de risque, cette relation est identique à un dépôt en numéraire sur un compte bancaire. En revanche, en appliquant un droit de dépôt, il n'y a aucun transfert de propriété, le conservateur n'est que le gardien du titre déposé. Sous droit anglo-saxon l'utilisation sans autorisation ou l'inobservation d'un cantonnement est un non-respect d'obligations contractuelles, en revanche sous un droit de dépôt c'est un vol, donc un délit pénal.

Cette faiblesse relative a été reconnue par l'Europe qui a donc imposé des règles de cantonnement et de restitution pour les dépositaires d'OPC afin de renforcer la sécurité des dépôts-titres.

Toutefois, cette protection a une efficacité limitée évidente du fait des conséquences limitées de la transgression des engagements de cantonnement. A cet égard, on rappellera que malgré des pratiques contractuelles de cantonnement, les pertes en titres subies par les investisseurs lors de la faillite de Lehman Brothers ont été globalement de mêmes ordres de grandeur que les pertes financières sur les titres de créances et dépôts en numéraires, et n'a eu quasiment aucune suite judiciaire, notamment pénale.

L'Af2i préconise donc vivement que, s'il y a harmonisation, la France puisse défendre et rassembler une majorité de pays autour d'une position visant à harmoniser vers le « haut » en augmentant la sécurité globale des dépôts-titres en Europe, en étendant ce droit du dépôt pour les comptes-titres européens.

Le deuxième point est le développement par T2S d'un service de règlement livraison par registre partagé (Blockchain).

L'Af2i est favorable à cette introduction de la blockchain dont elle avait déjà vu l'intérêt pour le marché, il y a plusieurs années, en investissant dans LiquidShare.

L'Af2i soutient donc cette démarche et suggère que les autorités françaises, notamment la Banque de France, appuient ou suscitent toutes initiatives visant à donner à la Place de Paris, un rôle majeur en Europe dans l'établissement et l'utilisation de cette technique. Elle peut à cet ef-

fet s'appuyer sur les capacités techniques de tokenisation qui pourraient être appliquées aux parts d'OPC, compte tenu de l'importance de l'industrie de la gestion en France.

L'Af2i a noté avec satisfaction que le rapport juge essentiel pour le développement de la technologie blockchain puisse disposer d'un euro numérique de gros comme actif de règlement. Ce point avait été mis en évidence lors des travaux (en 2021/2022) d'un Groupe de Travail de l'Af2i auxquels ont participé un certain nombre d'experts et la Banque de France, sur « Une monnaie numérique à émettre par la BCE »¹¹ dont les résultats ont été publiés en mars 2023. ■

1. « Les BFI américaines doivent notamment leur succès à une assise sur un marché domestique profond, intégré, et plus rentable en raison d'un degré plus élevé de concentration sur les métiers de BFI. Ainsi, les niveaux de commissions perçues sur les opérations de fusions et acquisitions, d'émissions d'actions et d'obligations étaient en moyenne 1,3 à 1,7 plus élevés en Amérique que dans la région EMEA entre 2020 et 2022, à volume équivalent. L'expansion des acteurs américains peut également s'expliquer par l'attention portée par les autorités américaines à ses acteurs, et notamment certaines attitudes protectrices du régulateur américain. Dans sa lettre annuelle aux actionnaires de JP Morgan Chase, Jamie Dimon, qualifie le gouvernement américain de « silent partner »²⁴. De fait, le marché américain n'est pas aussi ouvert aux Européens ».

2. Cette tendance à la création dans de nombreux secteurs économiques de rentes liés à la présence d'oligopoles a été relevée notamment par le professeur d'économie Thomas Philippon in *The Great Reversal : How America Gave Up on Free Markets*, Harvard university press, 2021

3. On pourrait ainsi identifier une situation révélée en 2008, où les 2/3 des pertes européennes sur les produits structurés (titrisations, ABS...) américains étaient localisées en Allemagne.

4. In Note de l'ESMA du 8 February 2023 ESMA50-165-2391 ESMA Market Report on EU MMF market

5. Et de plus, gérés selon des formules CNAV ou LNAV problématiques pour la stabilité financières mais courantes au Etats-Unis, cf. note ci-dessus.

6. De façon ironique Keynes appelait cette fonction des marchés le concours de beauté, dans la théorie classique appliquée titre par titre elle traduit l'efficience des marchés et la justification de l'allocation par son canal.

7. L'expression « Gestion passive », bien que très couramment utilisée est en fait un oxymore car elle ne comprend pas d'acte de gestion proprement dit mais uniquement des actes d'administration. De même, l'expression « gestion active » est un pléonasme. (Nota : dans la parabole biblique des talents celui qui ne gère pas se fait sanctionner...)

8. Ainsi sur beaucoup de valeurs l'essentiel des transactions se fait en début ou fin de séance, rétablissant de facto un fonctionnement par fixing, considéré dans les années 1980 comme dépassé...

9. Cf graphique 12 page 21 du rapport Noyer

10. Cf note 2 supra

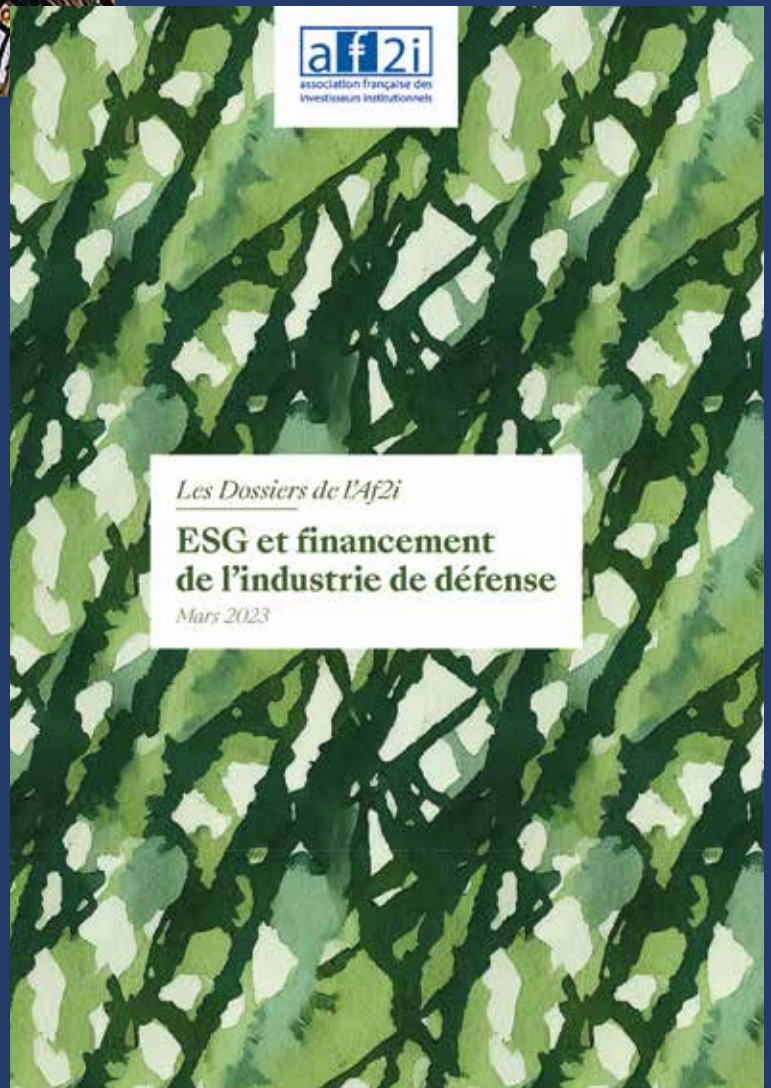
11. Cf. page 49 et suivantes in Monnaie numérique à émettre par la BCE mars 2023.



Consultez
les dossiers
de l'Af2i

Disponibles
sur notre site
Internet

www.af2i.org





Projet EnRAgri

La méthanisation accessible aux agriculteurs

La réduction des gaz à effet de serre ainsi que la sortie de la dépendance aux énergies fossiles sont devenues des objectifs majeurs en Europe. Pour relever ces défis, la France peut s'appuyer sur ses atouts spécifiques : son parc de centrales nucléaires, lui permettant d'avoir une production d'électricité parmi les plus décarbonées du monde et le développement de filières d'énergies renouvelables.

Selon le ministère de la transition énergétique¹, 13% de la production primaire d'énergie est renouvelable. Ces 13% sont majoritairement composés du bois, 34%, de l'hydraulique, 14%, de la géothermie, 13% et de l'éolien pour 12%. Le solaire, les biocarburants et le biogaz se partagent, à parts quasiment égales, 20%, et les quelques pourcentages restants vont aux déchets renouvelables, aux énergies marines et au solaire thermique.

Une France indépendante en gaz renouvelable à horizon 2050

Bien que représentant seulement 6% du total de la production des énergies renouvelables, le biogaz est la filière qui connaît la plus forte croissance. 2,2TWh de gaz étaient injectés dans les réseaux en 2020, 4,3 TWh en 2021. Fin mars 2024, 674 unités de production de méthanisation ont injecté 12,2 TWh² de gaz et 22TWh sont prévus pour 2028.

Dans sa dernière étude, l'Ademe³, souligne, à horizon 2050, un potentiel total de ressources primaires renouvelables susceptible de produire du gaz qui s'élève à 620 TWh, dont 130 TWh pour la seule méthanisation agricole. Ce potentiel, bien entendu, n'entre pas en concurrence avec les matières premières alimentaires humaines et animales qui restent prioritaires. La consommation totale de gaz en France est en baisse constante

depuis 2015. Elle s'est établie à 380 TWh en 2023. Elle s'élevait à 547 TWh en 2010. La tendance devrait se poursuivre, pour atterrir autour de 300 TWh en 2050, dans les projections de l'Ademe. La France pourrait se passer entièrement de la production de gaz « fossile » et disposer d'un Mix de gaz 100% renouvelable.

Qu'est-ce que la méthanisation ?

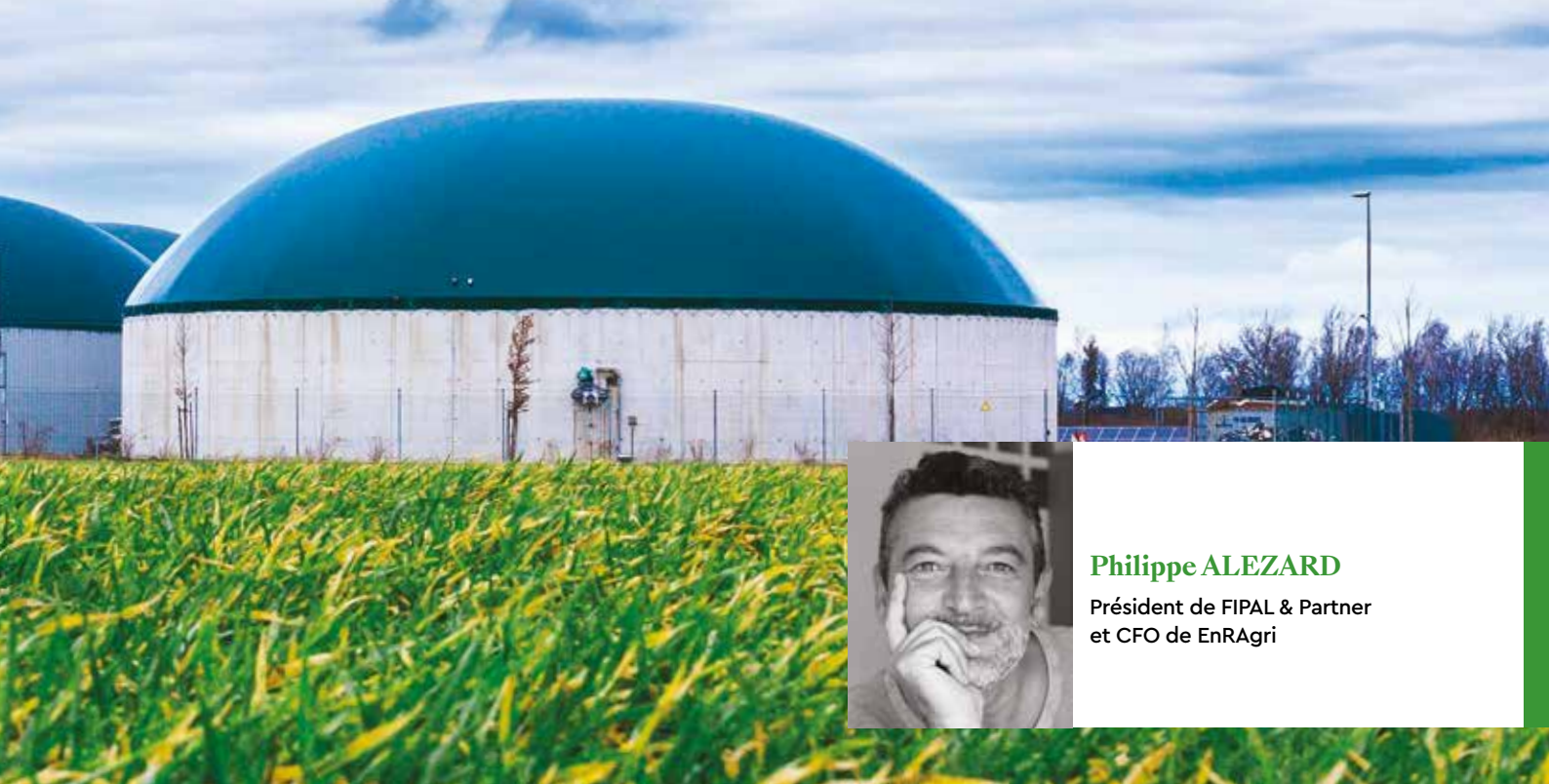
La méthanisation est un processus naturel de dégradation de matières organiques dans un milieu anaérobie (privé d'oxygène) due à l'action de micro-organismes, les bactéries. C'est donc une fermentation naturelle qui va produire du biogaz. Tout le monde a un jour vécu l'expérience, en retirant sa botte après l'avoir enfoncée malencontreusement dans une zone marécageuse, de sentir une odeur un peu désagréable. Cette odeur était essentiellement due au méthane créé par méthanisation.

La filière biogaz en France est organisée autour de 3 sous-filières segmentées selon les matières organiques :

La méthanisation de déchets ou matières végétales brutes : la méthanisation agricole.

La méthanisation des boues de stations d'épuration des eaux usées.

La méthanisation des installations de stockage de déchets.



Philippe ALEZARD

Président de FIPAL & Partner
et CFO de EnRAgri

Fin 2023 la France comptait 1 400 unités de méthanisation installées, contre 11 000 en Allemagne. Sur les 1 400 unités, 805 sont des unités de méthanisation agricoles. Une unité de méthanisation agricole est composée, très schématiquement de 2 parties principales :

Un digesteur, une sorte d'énorme marmite de 20m de diamètre et 4 à 6 m de hauteur, que l'on va alimenter avec les matières premières agricoles. Ces effluents, fumiers, cultures à vocation énergétique, vont fermenter et produire, d'une part le biogaz et, d'autre part, des résidus appelés digestat, qui ne sont ni plus ni moins que de l'engrais naturel.

Un épurateur, qui va récupérer ce biogaz, et le purifier. Le biogaz est constitué de 55 à 60% de méthane, le CH₄, de 30 à 35% de CO₂ et de quelques traces d'azote et de sulfure d'hydrogène. L'épurateur a pour rôle de séparer ces différentes molécules, de les récupérer et d'envoyer le CH₄ au poste d'injection pour rejoindre le réseau de distribution de GRDF, par exemple.

La méthanisation agricole bénéficie pleinement aux objectifs de transition énergétique de la France, mais, au-delà, ses bénéfices sont multiples pour le monde agricole et la collectivité :

Pour la collectivité : synergie avec les territoires, économie locale et circulaire, création d'emplois non délocalisables, valorisation des déchets+.

Pour l'agriculteur : diversification de ses revenus agricoles, augmentation de la résilience économique et du

patrimoine transmissible, diversification des cultures avec les cultures à vocation énergétique, valorisation du digestat, réduction des engrais chimiques.

La « médaille » de la méthanisation a également son revers

Le cadre réglementaire est complexe : code de l'environnement pour les unités de méthanisation qui relèvent de rubriques classées pour la protection de l'environnement, code de l'urbanisme pour l'obtention des permis de construire, code de l'énergie pour les autorisations d'exploitation. Le besoin en capital est important. Une installation de 85 m³/h de production de méthane, soit environ 8GWh/an, nécessite un investissement d'un peu plus de 3,5M€. La recherche de financement, de subvention, de constitution de fonds propres est laborieuse et chronophage. Le suivi de chantier lors de la construction, l'exploitation et la maintenance de l'unité de méthanisation requièrent une certaine expertise et également du temps. Or le métier premier d'un agriculteur c'est d'être agriculteur. Il faut donc l'aider à comprendre tout le potentiel méthanogène qu'il possède et pourrait exploiter et

l'accompagner dans sa démarche s'il souhaite se lancer dans l'aventure méthanisation.

EnRAgri : une offre reposant sur 5 piliers

Cette startup est née en 2021 pour lever les barrières à l'entrée de la méthanisation agricole en intégrant toute

“
La France pourrait se passer entièrement de la production de gaz « fossile » et disposer d'un Mix de gaz 100% renouvelable.

la chaîne valeur et a développé une offre reposant sur cinq piliers.

Un simulateur pour l'étude de faisabilité

Après 18 mois de recherche et de développement, les ingénieurs ont réussi à mettre au point le premier simulateur du marché permettant à un agriculteur, depuis son canapé, de réaliser son étude de faisabilité. En saisissant ses intrants que sont son cheptel et les substrats agricoles (cultures, effluents...), qui alimenteront son unité de méthanisation, le simulateur lui retournera :

- Le pouvoir méthanogène de son exploitation
- Les investissements, Capex et Opex, de son unité de méthanisation
- La rentabilité de cette unité avec les principaux ratios demandés par les banques, TRI, DSCR, EBITDA...
- Les méthodes de financement, répartitions entre dette bancaires, subventions et fonds propres.

L'étude de faisabilité est un élément clé dans le processus de décision. Aujourd'hui elle nécessite de nombreux rendez-vous avec différents cabinets et laboratoires. C'est une démarche chronophage et couteuse qui est remplacée par quelques minutes grâce au simulateur d'EnRagri.

Une phase de conception et d'acceptabilité sociale automatisée

C'est le poste où la complexité et la rigueur administrative française prend toute sa dimension. Les différents codes, les normes, les règlements locaux, régionaux, nationaux, les délais, les mises à jour, les recours, font de l'obtention du permis de construire un véritable chemin de croix très couteux.

Les équipes de développement d'EnRagri ont automatisé toutes ces différentes réglementations et tâches associées. L'algorithme connaît en temps réel la situation de chaque projet, repère chaque pièce manquante, alerte sur les relances et dates d'échéance, de sorte que les délais sont toujours respectés et optimisés.

Cet assistant virtuel intelligent est également doté d'un module d'analyse des interactions homme-environnement dans le domaine de l'acceptabilité sociale. Il va effectuer les diagnostics territoriaux et faire l'évaluation prédictive des risques sociétaux.

Ces analyses sur l'acceptabilité locale du projet, souvent négligées, sont fondamentales. Elles permettent d'anticiper l'information et le dialogue avec les riverains en amont du projet, apportent les réponses aux enquêtes publiques et évitent bien des blocages et autres recours.

Un financement des fonds propres en obligataires

EnRagri s'engage pour un retour complet, aux agriculteurs, de la plus-value liée à l'exploitation de l'unité de méthanisation. Le simulateur va évaluer les besoins d'investissements et effectuer la répartition. Le financement « classique » d'une unité de méthanisation se décompose à 70% par de la dette apportée par une banque ou un pool bancaire, des possibilités de subventions à hauteur de 10% maximum et les 20% restants en apport en fonds propres. Pour une unité moyenne, environ 85m³/h de production, les fonds propres s'élèvent à environ 700 000 00 €. C'est une somme que l'agriculteur possède rarement. Dans la plupart des cas, il va se tourner vers un investisseur qui, contre une partie de l'apport, va prendre 51% du véhicule qui va porter l'unité de méthanisation. Cet investisseur se rémunérera sur la vente du gaz et l'agriculteur « perdra » donc la moitié du revenu de cette vente.

EnRagri propose une solution novatrice via des green bonds, cotés au LuxSE⁴, au travers de sa société de titrisation à Luxembourg. Ainsi les fonds propres sont apportés à l'agriculteur par ces obligations vertes.

Ce mécanisme novateur de financement lui permet de rester propriétaire à 100% de son unité de méthanisation et de percevoir l'intégralité des revenus générés par celle-ci.

En tant que contractant général, EnRagri prend en charge la totalité de la construction, du terrassement à la livraison. EnRagri a signé un partenariat exclusif avec Metener⁵, constructeur finlandais, leader mondial de l'épuration par lavage à l'eau, permettant d'offrir, pour cette phase fondamentale dans le processus de méthanisation, un procédé exclusif en France.

Une phase de construction et d'administration de l'unité de méthanisation

Et enfin EnRagri accompagne dans l'optimisation de l'exploitation, l'administration et la maintenance de l'unité de méthanisation.

Urgence climatique et opportunité d'investissement, pas vraiment une réalité

Développer un simulateur et des algorithmes, créer des bases de données, prospecter, pendant 18 mois requiert des fonds. Une première partie de ceux-ci a été trouvée, permettant la finalisation du simulateur, la concrétisation de l'accord de distribution et la création des bases de données des différents pouvoirs méthanogènes des intrants agricoles. Mais pour aller au-delà dans les dévelop-



EnRagri
propose une solution
novatrice via des
green bonds,
cotés au LuxSE⁴,
au travers de
sa société de titrisa-
tion à Luxembourg.
Ainsi les fonds
propres sont
apportés à l'agricul-
teur par ces
obligations vertes.

pements et lancer en parallèle la structure de commercialisation, une levée de fonds d'environ 1,5 million d'euros est nécessaire.

Dans le paysage économique mondial actuel, où l'urgence du changement climatique redéfinit les industries, les comportements des consommateurs et les politiques gouvernementales, il semble a priori que les fonds d'investissement ou les investisseurs alignent leurs portefeuilles sur les besoins ainsi définis. EnRagri, positionnée à l'avant-garde de ce changement, s'aligne parfaitement avec la priorité nationale de lutte contre le changement climatique. Malgré cela, on peut observer une réticence des fonds à s'engager, en particulier paradoxalement ceux dont les missions déclarées mettent l'accent sur la durabilité et l'innovation.

Les investisseurs en matière d'investissement dans des projets, semblent être passés de l'euphorie à la prudence. Certes le contexte financier a changé. L'inflation est revenue, les banques centrales ont remonté leurs taux. L'hérésie des taux négatifs, et les injections de liquidités des banques centrales ont pris fin.

Dorénavant, les prises de risques semblent limitées, aussi bien en Bourse, les SPAC ont disparues, ou en non cotés, les fonds de Private equity globalement peinent à collecter.

Dans le cas d'EnRagri, cette prudence ou l'attentisme serait liée principalement au manque de preuves tangibles de viabilité commerciale. En effet les techniques ne semblent pas en cause. Bien qu'EnRagri ait développé un simulateur innovant et ait signé un accord exclusif avec un constructeur d'épurateurs de gaz, malgré un accord cadre pour la vente d'un premier épurateur et de trois autres potentiels, les investisseurs rencontrent apparemment des difficultés à s'engager, l'absence d'historique commercial pèse.

Cette hésitation soulève plusieurs préoccupations et en particulier sur l'aptitude des investisseurs de toute nature à entrer dans une démarche soutenant des investissements concrets et non plus seulement des investissements financiers. Ce qui pourrait expliquer le décalage entre les stratégies d'investissement proclamées axées sur la durabilité et les décisions effectives. Alors que les technologies vertes et les solutions sont théoriquement soutenues, la démarche d'investissement reste conservatrice et attachée aux supports des marchés traditionnels.

On peut éventuellement rattacher cette hésitation à une difficulté à identifier les différences entre les risques liés aux start-ups, qui portent des risques techniques ou technologiques des produits développés, avec ceux qu'on pourrait appeler des entreprises émergentes comme EnRagri qui mettent en place des moyens maîtrisés et des plans d'affaires avec des revenus et des résultats de fait beaucoup moins hypothétiques.

Ainsi le capital levé, pour ces entreprises émergentes, est, non pas utilisé pour la mise au point du process, mais il est principalement utilisé pour financer le fonds

de roulement afin d'accélérer les opérations et de s'étendre rapidement. Le potentiel d'escalade et de rentabilité rapide est beaucoup plus évident. Il ne s'agit pas de « brûler » du cash pour le développement d'une application dont la réalité de business n'existe que sur un PowerPoint, mais de lancer une activité dont la demande est démontrée et le process industriel éprouvé.

La situation actuelle freine donc non seulement la croissance de la mise en place de solutions innovantes nécessaires à une action climatique significative, mais limite également la diversification et le potentiel de retours supérieurs dans les portefeuilles.

En conclusion, nous sommes tentés de lancer un appel pour que les différents intervenants, tout en respectant bien sûr le processus de diligence raisonnable de toute stratégie d'investissement prudente, approfondissent leur analyses et leurs évaluations des opportunités émergentes comme celle d'EnRagri avec une perspective équilibrée sur les risques et les récompenses potentiels. Alors que l'élan derrière l'action climatique continue de s'intensifier, il est impératif que les fonds d'investissement, en particulier ceux axés sur la durabilité, mènent plutôt que suivent, en adoptant les solutions innovantes qui promettent non seulement des retours financiers mais aussi un chemin vers un avenir durable. ■

1. www.notre-environnement.gouv.fr/actualites/breves/article/tout-savoir-sur-les-energies-renouvelables-en-trois-minutes-de-video
2. www.ecologie.gouv.fr/biogaz
3. www.librairie.ademe.fr/changement-climatique-et-energie
4. [La bourse du Luxembourg](#)
5. www.metener.fi



Technologie disruptive

Les contours de l'industrie s'estompent

La technologie disruptive modifie fondamentalement les « anciens » systèmes industriels, en créant de nouvelles composantes de marché et en marginalisant les anciennes.

Cette innovation va au-delà de l'industrie technologique proprement dite, puisqu'elle a un impact sur presque tous les secteurs et offre des opportunités de croissance intéressantes pour les investisseurs. Pour autant, l'ampleur et le rythme de ces bouleversements qui transforment les entreprises, ainsi que le fonctionnement des économies et des sociétés, requièrent une gestion prudente.

Refaçonner numériquement le cadre industriel traditionnel

Les dépenses technologiques mondiales devraient atteindre 4 700 milliards de dollars en 2024, soit une augmentation de 5,3 % par rapport à l'année précédente¹.

La majeure partie de cette hausse des dépenses est orientée vers l'intelligence artificielle générative (IA) et les logiciels, mais les entreprises investissent également dans l'innovation verte et numérique, des domaines qui s'étendent bien au-delà des divisions technologiques traditionnelles.

Les performances boursières semblent actuellement concentrées sur la technologie, mais l'innovation numérique, sous l'impulsion de l'IA, gagne peu à peu tous les secteurs d'activité. Les entreprises manufacturières et industrielles intègrent la robotique, l'impression 3D, la maintenance prédictive et l'optimisation de la logistique dans leurs processus, et utilisent l'IA pour mieux gérer et contrôler les chaînes d'approvisionnement. Le secteur financier a quant à lui recours à des technologies de paiement numériques, à la prévention de la fraude et à la «

blockchain » pour renforcer et rationaliser ses systèmes. Et de l'élaboration de médicaments au traitement des patients, l'IA influe sur presque tous les aspects du secteur médical.

La technologie offre également de formidables opportunités dans le domaine social, comme un meilleur accès aux technologies de la communication et une plus grande égalité des chances dans l'éducation, notamment grâce à des approches d'apprentissage personnalisées plus poussées. La technologie peut même aider à réaliser les économies d'énergie et de ressources nécessaires pour faire face au changement climatique.

Les facilitateurs technologiques

Les thèmes technologiques connaissent également une croissance significative, et plus particulièrement les « facilitateurs technologiques » interdépendants qui participent à une généralisation de la numérisation et de l'intelligence artificielle.

Le « cloud computing » permet une utilisation efficace des ressources informatiques, réduit le coût et la complexité de la création d'une nouvelle entreprise, et permet le développement rapide d'applications et la multiplication de nouveaux produits et services.

Les fournisseurs de services dématérialisés pourraient également contribuer au développement de systèmes d'IA plus étendus et plus puissants, étant donné que nombre de ces modèles sont exécutés dans le «cloud». Le développement et l'exécution des grands modèles de langage qui sous-tendent l'IA générative ont fait ex-



**BNP
PARIBAS**

ploser la demande d'unités de traitement graphique (GPU), un composant innovant de l'ingénierie des semi-conducteurs. La demande de semi-conducteurs à long terme pourrait également être portée par d'autres marchés finaux, notamment le secteur automobile— qui voit son contenu électronique augmenter et ses stocks rester faibles — et les centres de données qui accompagnent les initiatives liées au «cloud» et à l'IA.

Parallèlement, les applications liées à l'Internet des objets (IoT) comprennent la domotique et la sécurité, le suivi de la condition physique et de la santé, l'automatisation des usines, le suivi des actifs, les transports en commun, les villes intelligentes et les compteurs des services aux collectivités.

Si l'IA oblige les investisseurs à redéfinir leur conception de la technologie, tous les segments technologiques ne sont pas pour autant florissants. Les dépenses globales en matière de commerce électronique sont encore en train de se normaliser après une demande exceptionnelle pendant la pandémie, et les dépenses en ordinateurs personnels et en smartphones bas de gamme ont été relativement faibles au regard des tendances historiques.

Innovations en matière de cybersécurité

Dans la mesure où les entreprises de tous les secteurs considèrent la transformation numérique comme un impératif stratégique, le marché de la cybersécurité devrait connaître une croissance importante dans les années à venir en raison des menaces croissantes liées

aux cyberattaques, aux violations de données et à d'autres formes de cybercriminalité. Sachant que le coût annuel de la cybercriminalité devrait augmenter entre 2023 et 2028, on estime que les dépenses mondiales en matière de sécurité et de gestion des risques augmenteront de plus de 14 % cette année et devraient atteindre environ 425 milliards de dollars d'ici à 2030².

Alors que les menaces numériques deviennent de plus en plus complexes, un rapport de McKinsey suggère que l'heure est à l'innovation dans le secteur de la cybersécurité, qui doit continuellement améliorer la technologie et réduire la complexité. Il appelle à donner la priorité aux options de cybersécurité dans le « cloud », en particulier pour les industries hautement réglementées, et à poursuivre les investissements dans l'automatisation, l'IA et l'innovation en matière d'apprentissage automatique. Il préconise également que les offres de cybersécurité se concentrent sur les résultats en matière de sécurité plutôt que sur les technologies individuelles³.

La rupture doit être gérée avec prudence

La capacité disruptive de la technologie conduit souvent à des changements anticipés pour les uns et inattendus pour d'autres.

L'histoire nous a appris que les révolutions industrielles s'accompagnent souvent d'une période de destruction créative au cours de laquelle des emplois sont à la fois créés et détruits, les entreprises existantes sont dépas-

“
On estime que les dépenses mondiales en matière de sécurité et de gestion des risques augmenteront de plus de 14 % en 2024.

sées par de nouveaux challengers et de nouvelles solutions à d'anciens problèmes apparaissent à un rythme soutenu. Les effets à court terme de ces bouleversements peuvent être profonds, tant pour les investisseurs qu'au niveau de la société dans son ensemble. Dans le secteur technologique, nous avons déjà constaté que le pouvoir et la richesse peuvent rapidement se concentrer entre les mains de quelques acteurs de premier plan, et cette tendance pourrait bien se répéter pour d'autres innovations et technologies à l'avenir.

La sphère politique se penche déjà sur les questions de la propriété des données et de la protection de la vie privée, ainsi que sur la nécessité d'imposer des limites plus strictes au développement de l'IA. Les décideurs politiques devront trouver un juste équilibre entre encourager le développement des nouvelles technologies et en atténuer certains risques. Compte tenu de l'ouverture de plusieurs procès contre des géants de la technologie et de l'examen d'une nouvelle législation sur l'IA, les investisseurs devront surveiller de près cet exercice d'équilibre, ce qui renforce la nécessité croissante de disposer d'une expertise spécifique en matière d'investissement afin de couvrir tous les aspects de ce thème de plus en plus complexe.

Aborder la technologie disruptive sous tous les angles

Nous sommes aujourd'hui dans une période d'investissement où la classification traditionnelle du secteur technologique devient moins évidente, et où l'innovation s'étend à de nombreux secteurs et pays, une tendance encore accélérée par l'IA. Dans un tel environnement, nous considérons que les investisseurs devraient envisager une approche thématique pour saisir toute l'étendue des opportunités qui s'offrent à eux.

La stratégie Disruptive Technology de BNP Paribas Asset Management investit dans plusieurs régions et secteurs, notamment la santé, la technologie, l'énergie, la finance, la consommation et l'industrie. En combinant des moteurs de croissance à long terme — le «cloud computing», l'intelligence artificielle, l'automatisation et l'Internet des objets — avec les technologies de base qui les rendent possibles, l'équipe cherche à identifier les entreprises qui sont à la pointe de la transformation numérique ou qui en bénéficient, tout en évitant les entreprises qui ne parviennent pas à s'adapter ou qui seront exclues du marché à cause du changement.

Trouver ces gagnants pourrait être particulièrement profitable et nécessitera des recherches approfondies et de vastes ressources pour examiner les défis et les opportunités sous de multiples angles. ■

1. www.forrester.com/blogs/global-tech-spend-will-grow-5-3-in-2024/

2. www.techtarget.com/searchsecurity/feature/

3. www.mckinsey.com/capabilities/risk-and-resilience/



— Juillet 2024 —

Enquête Af2i

Disponible sur www.af2i.org
dans la rubrique :
"Contenus Membres"

Bonnes feuilles

Tyrannie and Co

Ce livre a été écrit par un journaliste américain. La traduction littérale du sous-titre de l'édition originale est « Comment le pouvoir privé a écrasé la liberté américaine et ce qu'il faut faire pour y remédier ». Il annonce clairement la couleur. C'est un livre engagé qui souhaite mettre en évidence comment a été transformée la vie des Américains par ce que l'on a appelé la dérégulation, impulsée à partir des années 1970 et renforcée par le Président Reagan. **Hubert Rodarie**

L'auteur met en évidence un renforcement de ce qu'il désigne comme une coercition économique qu'exercent principalement les entreprises sur les individus. Cette coercition, selon l'auteur, a un caractère politique. Et ce, même si les tenants néolibéraux le contestent car ils ont réussi une nouvelle fois ce que dénonçait Karl Polyani, un désencastrage de l'économie de la société, en retirant du champ de la délibération les relations d'ordre économique en les insérant dans un schéma technico-scientifique. Dès lors pour réduire cette coercition il appelle de ses vœux le rétablissement d'un capitalisme socialement régulé qu'ont su établir les générations d'après guerre, selon lui avec une certaine réussite, en créant cette fameuse classe moyenne aujourd'hui largement disparue.

Par delà l'énoncé des solutions, le livre présente un réel intérêt par la description des réalités vécues par les Américains et pour ce faire, comme souvent dans ce genre de livre, il présente des cas concrets qu'il analyse et généralise en s'appuyant sur des études universitaires ou des essais.

Dans une première partie, il aborde ainsi l'évolution des relations entre entreprises et salariés, l'effet des privatisations de services publics, la disparition de la presse locale, ou l'instrumentalisation de la loi sur les faillites par des groupes solvables pour échapper à des poursuites.

Il est très intéressant de voir décrit ce qui sous tend un certain nombre de caractéristiques de la société américaine qui sont souvent présentées en Europe comme des atouts. Ainsi la souplesse des relations de travail facilite, dit-on, certes les allègements d'effectifs, mais aussi les embauches. En fait, l'auteur présente cela comme un dispositif de coercition assez brutal, résultat de ce que l'on pourrait appeler une idéologie consacrant la liberté du contrat comme un principe sacré et ce, sans considération des capacités réelles des parties en présence.

L'ère Lochner, ou la liberté contractualisée

En s'appuyant sur cet absolu de la liberté contractuelle on apprend que la Cour Suprême a ainsi expurgé les législations des états de toutes lois, ou accords restreignant cette liberté pendant une période appelée l'ère Lochner s'étendant de 1897 à 1937.

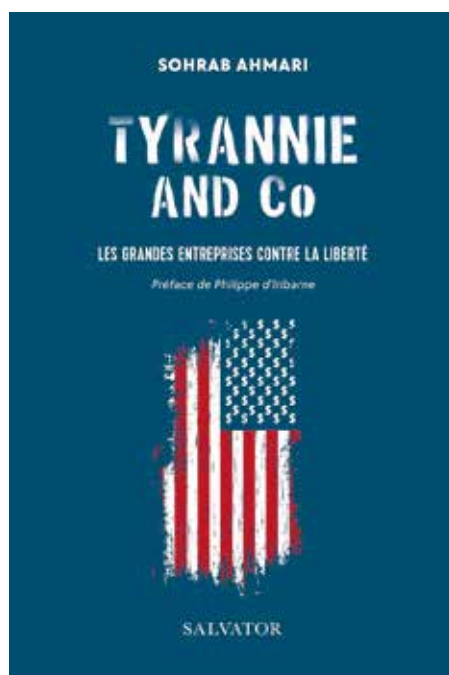
A partir de cette date, le bras de fer remporté par le président Roosevelt a permis d'installer des législations plus favorables, dans le contexte du New Deal. Toutefois cette tendance s'est renversée dans les années 1980 et la conception d'un contrat de travail comme un contrat de gré à gré domine actuellement. Cette conception a permis d'imposer des contrats auxquels il peut être mis fin sans raison et dans lesquels des clauses bloquent



toute capacité de contestation privée ou publique des salariés. Dans certains cas est ainsi empêché le recours à des tribunaux au profit d'instances d'arbitrages éventuellement très coûteuses à solliciter; la jurisprudence dans les années 1980 ayant étendu aux relations sociales cet arbitrage légal mais initialement prévu pour des litiges commerciaux.

Un même détournement ou extension du domaine de certaines lois se retrouvent dans la description de l'utilisation problématique de la loi sur les faillites (**Chapter 11**). Depuis longtemps cette loi est citée en exemple pour faciliter la pérennité des entreprises aux prises à des difficultés. Et la récente réforme du droit des faillites en France reprend assez largement ses dispositions.

En fait, dans un certain nombre de cas, elle est utilisée pour échapper à des poursuites en responsabilités ou à des paiements d'amendes. On utilise le pouvoir du juge, dans le cadre de ce **Chapter 11** de suspendre toutes les poursuites, ce qui donne le temps de négocier sous la menace (dépêchez-vous d'accepter car il n'y en aura pas pour tout le monde...) des décharges de responsabilités à bons compte au profit de certains, etc. De même, est exposé l'usage du « Texas two steps » au terme duquel une entreprise se scinde en deux entités, attribuée à l'une la plus grand part des poursuites, et la met en faillite sans que l'autre partie soit impliquée. On décrit ainsi les manœuvres de Purdue Pharma, détenue par la famille Sackler, responsable de la production et de la large diffusion catastrophique d'opioïdes, face à la multiplication



des plaignants publics et privés. Le lecteur apprend également comment Johnson & Johnson a réussi à se dégager avec succès des actions en responsabilité en utilisant toutes les ressources de la procédure en choisissant des juges favorables aux grandes entreprises, en délocalisant pour ce faire les sociétés, etc.

« La solution » européenne

A ce dévoiement de procédures ou de lois à rebours des intentions initiales des législateurs, s'ajoutent également ce qui est présentée souvent en Europe comme « la solution » : la privatisation de services publics. L'auteur décrit les conséquences de gestion inappropriées de services d'urgence privatisés ou les comportement

de repreneurs d'entreprise où les buts normaux (créer de façon rentable des produits et service) s'effacent et en adoptant une stratégie d'érosion de ses propres ressources pour la distribuer, ils transforment les entreprises en Erodeuses selon la typologie d'Oren Cass. Des journaux locaux américains ont fait partie des victimes de ces comportements.

Au total voici un livre stimulant qui met le lecteur au contact de réalités trop souvent ignorées. ■

Tyrannie and Co
Auteur : Sohrab Ahmari
Editions : Salvator
340 pages, 21 euros

Les Entretiens

Paris, 9 juillet 2024

Les Entretiens de l'Af2i Retour en images

Mardi 9 juillet ont eu lieu Les Entretiens de l'Af2i. Eric Sidot, Délégué Général de l'Af2i et Grégoire Naacke, Président de l'OEE (Observatoire de l'épargne européenne), ont présenté aux membres actifs et aux membres partenaires de l'Af2i, les résultats de l'édition 2024 de l'Enquête Af2i. Cet événement introduit par Hubert Rodarie, s'est conclu avec l'intervention de Fabien Bouglé, auteur de «Guerre de l'énergie, au cœur du nouveau conflit mondial».



Les Entretiens

Paris, 9 juillet 2024









SAVE THE DATE

DU 24 AU 26 MARS 2025 À DEAUVILLE

TIME TO CHANGE

Le Forum Climat, Energies & Finance Durable

L'ensemble
des acteurs
de la finance
durable

2
jours de
conférences

130
intervenants
experts

Une vision
à **360°**
des enjeux

Un dîner
des
investisseurs

CONTACT

01.53.63.55.86

service.evenements@optionfinance.fr

INSCRIPTION >



Un événement



co-organisé par



et





association française des
investisseurs institutionnels

INSTITUTIONNELS 73

Septembre 2024

