

CHAPITRE 2 – L'ÉTAT CO-INVESTISSEUR

Grâce aux outils présentés dans ce chapitre, l'État ne prend plus en charge seul le financement de la transition : il favorise la mobilisation de capitaux privés en co-investissant et co-finançant des projets de transition. Ce chapitre, ainsi que les chapitres 3 et 4, décrivent différentes manières d'attirer, ou de « *crowd-in* », les investissements privés en modifiant les incitations des détenteurs de capitaux.

Le secteur privé doit être mobilisé pour mettre en œuvre des investissements de transition. Ceux-ci peuvent cependant être soumis à de nombreuses barrières à l'entrée qui empêchent leur prise en charge spontanée par le secteur privé : (i) la rentabilité incertaine ou de trop long terme, (ii) d'importants coûts de mise en œuvre, (iii) des risques élevés associés à certaines phases ou à la totalité du cycle de vie de l'investissement, au cours duquel les besoins de financement évoluent (Blyth et al. 2015).

Les outils présentés ici répondent à l'enjeu de mobilisation des capitaux privés pour les investissements potentiellement rentables, même à long terme, mais dont les coûts de mise en œuvre sont trop élevés pour être pris en charge uniquement par le secteur privé en lui-même. Capitaux publics et privés se complètent, notamment en intervenant à des moments différents du cycle de vie de l'investissement. La participation de l'État durant les phases les plus sensibles permet en effet d'en réduire le risque et les coûts à l'entrée et de créer les conditions qui rendent possible l'investissement privé (Polzin & Sanders 2020). L'effet de signal et d'information permet également d'orienter de nouveaux investisseurs vers les projets verts, car ils apparaissent plus crédibles en étant soutenus par l'État (Howell 2017).

Ces outils sont pour beaucoup inspirés par des instruments utilisés dans l'économie du développement, qui servent notamment à organiser le financement de projets de grande ampleur (des infrastructures, usines etc. ; voir Lindenberg 2014). Il est pertinent de les concevoir dans le cadre du financement de la transition, qui suppose de mener une politique de transformation structurelle de l'économie. Certains de ces outils sont également pensés pour permettre de financer des projets innovants portés par de petites structures. Mais, contrairement, au chapitre précédent, l'État investit ici dans des projets rentables portés par des acteurs privés, dans le but de garantir leur réalisation.

Quel est l'impact bilantiel ? L'État joue ici le rôle d'un investisseur ou financeur parmi d'autres, agissant *via* des agences de l'administration centrale pour prendre en charge une partie de certains investissements de transition. Ces investissements apparaissent au passif du bilan de l'État, de même qu'au bilan des acteurs privés partenaires (entreprises, secteur financier bancaire ou non-bancaire). À l'actif, ces différents acteurs affichent des investissements grâce auxquels ils pourraient bénéficier de rendements à moyen ou long terme.

Les instruments de co-investissement ont été utilisés aux États-Unis au cours de la Grande Dépression puis de la Seconde Guerre mondiale. Les gouvernements Hoover, puis Roosevelt, ont mis en place la *Reconstruction Finance Corporation*, une structure financée par 500 millions de dollars de la part du Trésor puis par des obligations assimilées à la dette fédérale. D'abord chargée de soutenir la liquidité des banques, son rôle a été élargi au cours des années 1930 pour soutenir les secteurs en manque de financement – comme l'agriculture ou les petites entreprises – particulièrement par des prêts à long terme et des participations en capital.

Les outils de co-investissement supposent une participation de l'État dans des projets parfois d'ampleur. Ces instruments peuvent donc engager une part significative du bilan de l'État et représenter un coût important à court terme, que l'État doit financer à partir de fonds propres ou de dette. Ils impliquent également que l'État prenne en charge une partie des risques associés à ces investissements. Du fait de la nature des investissements visés, les bénéfices, qu'ils soient en matière de rendement ou d'effet réel sur la transition, peuvent n'être perçus que sur le long-terme. Ces outils peuvent donc représenter une charge potentiellement importante pour les finances publiques, dans un contexte de tensions budgétaires fortes.

Le co-investissement fait de l'État un acteur clé du financement. Cela lui confère la capacité d'intervenir directement dans l'organisation de la transition écologique, en priorisant certains investissements jugés stratégiques, ou à haut risque, et en permettant leur financement par capitaux tant publics que privés ([Mazzucato & Semieniuk 2018](#)). Ces outils renforcent donc le pouvoir planificateur de l'État, à la différence d'autres outils présentés dans le chapitre suivant, qui supposent une participation moindre de l'État et remettent ainsi davantage au secteur privé le choix des investissements à réaliser.

Par ailleurs, le secteur public porte certes un risque lié aux investissements qu'il réalise, mais il en est de même pour les acteurs privés qui co-investissent. Les pertes éventuelles seraient ainsi assumées par le secteur public comme par le secteur privé, sans qu'il n'y ait de transfert de bénéfice du secteur public au secteur privé. Les outils présentés ici ne sont donc pas des outils de *derisking* à proprement parler, mais bien des outils d'investissement conjoint que l'État a la capacité d'orienter vers des investissements stratégiques de transition, jugés rentables.

Prêts et lignes de crédit publics

Il s'agit de prêts directs ou de facilités de crédit proposés par l'État pour participer au financement de projets portés par le secteur privé. Les prêts peuvent être conférés à des conditions plus ou moins avantageuses en termes de taux ou de maturité. C'est un moyen historiquement employé par les États ou par les banques de développement multilatérales pour permettre la réalisation d'investissements (Lindenberg 2014). Les prêts publics sont par exemple un élément clé de la stratégie américaine de transition mise en place dans le cadre de l'IRA (voir [notre note sur le sujet](#)), grâce au *Loan Program Office* qui effectue des prêts en direction d'activités pouvant aider notamment au déploiement d'énergies renouvelables.

Avantages

- Donne lieu à remboursement avec des intérêts, ce qui limite l'impact à terme sur la soutenabilité des finances publiques.
- L'État peut sélectionner les projets qu'il veut financer et peut donc ainsi décider des investissements à réaliser en priorité selon sa stratégie de décarbonation.
- Pour le secteur privé, le remboursement peut être différé en fonction des besoins du bénéficiaire – si le déploiement d'une technologie prend plus de temps que prévu par exemple – ce sont des outils plus flexibles que le pur financement privé.

Inconvénients

- Fait peser le risque de défaut sur le bilan de l'État et mobiliser un financement important à court terme.
 - La nécessité de rembourser peut s'avérer contraignante pour les bénéficiaires du prêt par rapport à d'autres formes d'aides, notamment pour les plus petits porteurs de capitaux privés qui peuvent rencontrer des difficultés à rembourser (Polzin & Sanders 2020).
-

Prêts publics intermédiés

Ces prêts consistent à prêter une certaine somme en passant par une institution financière (souvent une banque) qui consent également et dans les mêmes conditions à accorder une part du prêt. Ces mesures sont utilisées en Corée depuis les années 1960 par la *Korea Finance Corporation*, en particulier pour financer les petites et moyennes entreprises : 40 % du prêt est consenti par l'État, le reste est pris en charge par les banques (OCDE 2014).

Avantages

- Permet à l'État de profiter de l'expertise des banques partenaires, qui sont incitées à sélectionner des projets rentables et moins risqués.
- Le fait qu'une partie du risque associé au prêt soit porté par l'État constitue également une incitation pour les banques commerciales privées de prêter en faveur d'investissements de transition.

Inconvénients

- L'externalisation limite le contrôle public sur l'allocation du crédit par rapport à un prêt porté uniquement par l'État, puisque ce sont les banques qui prennent la décision finale d'investir.
-

Prises de participation publiques

L'État peut injecter du capital dans des entreprises privées par prises de participation publique. Cet outil permet d'abonder en capital des entreprises sélectionnées par l'État afin de financer leurs activités et le développement de nouveaux projets. Outre le contrôle *ex ante* de l'État sur le type d'entreprise ou de projet qu'il souhaite financer, il a également un contrôle *ex post* sur son activité, sous la forme de droits de vote, qu'il peut employer pour orienter vers des objectifs zéro-carbone. C'est un outil régulièrement employé par les banques de développement pour promouvoir l'investissement vert dans les pays en développement (Lindenberg 2014).

Récemment, une proposition de prise de participation de l'État français dans le capital de Total Énergies a émergé. Cette proposition a été notamment portée par le parti Europe Écologie-Les Verts lors des élections européennes. L'idée serait, en premier lieu, d'acheter des parts au capital de l'entreprise afin de l'orienter dans sa transition vers le zéro-carbone. Dans le cas de Total, il s'agirait également de protéger la souveraineté énergétique de la France, et d'éviter une stratégie de fuite de l'entreprise vers les États-Unis. Une prise de participation de 10 % pourrait déjà être suffisante pour former des coalitions et commencer à influencer la stratégie de Total.

Avantages

- Le capital public donne droit à des dividendes et peut éventuellement être revendu. Par exemple, si l'État avait détenu 5 % du capital de Total, il aurait eu droit à près de 360 millions d'euros de dividendes en 2023.

Inconvénients

- L'actionnariat public peut se réaliser à perte s'il est mal ciblé. Dans la perspective de la transition, l'actionnariat public pourrait conduire l'État à être un participant perdant s'il privilégie l'objectif de transition (qui implique par exemple d'échouer des actifs) sur celui de rentabilité. Il pourrait ainsi s'agir d'une politique de *derisking* qui repose sur une socialisation des pertes d'entreprises privées.
 - L'État doit avoir la possibilité d'entrer au capital : cela peut représenter un coût important, et cela dépend de la liquidité.
-

Capital-risque public

Le capital risque est crucial pour le développement d'entreprises très innovantes à fort potentiel de croissance, qui en ont particulièrement besoin dans leur phase de lancement où elles doivent faire la preuve de leur utilité commerciale.

Par exemple, en Israël, au cours des années 1990 et 2000, le gouvernement a mené une politique volontariste de développement d'un secteur technologique en favorisant la création de *start-ups* innovantes. Pour ce faire, l'*Office of the Chief Scientist* a mis en place en 1993 le programme Yozma, un fonds spécial finançant une dizaine de fonds de capital-risque gérés en étroite partenariat avec des acteurs privés. Ce co-investissement a rendu possible une mobilisation importante de fonds privés, y compris internationaux, dans ce secteur, en faisant d'Israël un leader en matière d'innovation en deux décennies avec 4,2 % du PIB consacrés à la recherche et développement en 2014 ([Wonglimpiyarat 2014](#)).

| Avantages | Inconvénients |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none">• Apporte des financements lors de certaines phases du cycle de vie des projets liés à la transition. En effet, le capital-risque s'est montré utile pour assurer la survie d'entreprises innovantes durant leur phase appelée « <i>Valley of Death</i> », phase la plus difficile de leur développement, où de nombreux projets échouent, et qui intervient alors qu'elle est trop avancée pour bénéficier d'autres formes de soutien public, sans pour autant qu'elle soit mature économiquement et technologiquement (Polzin & Sanders 2020).• Il s'agit d'un mode de co-investissement relativement peu coûteux. Par exemple, le fonds Yozma a été financé à hauteur de 100 millions de dollars, ce qui est peu comparé au développement d'un secteur entier de capital-risque et d'un large éco-système technologique qui a bénéficié à l'ensemble du pays (Wonglimpiyarat 2014)¹. | <ul style="list-style-type: none">• Le coût relativement faible pour la puissance publique a pour contrepartie un risque élevé et un besoin de compétences et d'investissement spécifiques dont le secteur public ne dispose pas forcément. |

¹ À mettre en comparaison avec le [crédit d'impôt recherche](#), qui représente 7 milliards d'euros par an au budget de l'État français, pour des résultats jugés insuffisants.

Caisse d'amortissement de la dette climatique

La dette climatique, à laquelle nous avons consacré un [rapport](#), désigne le cumul d'émissions au-delà de la trajectoire de décarbonation donnée par nos engagements internationaux. Elle correspond également à un déficit d'investissements qui permettraient de respecter nos engagements de réduction des émissions de GES.

Nous avons [proposé](#) la création d'une Caisse d'amortissement de la dette climatique, agence de l'État central qui serait chargée de financer directement des investissements de transition, en accord avec une stratégie de transition préalablement définie. Cette caisse d'amortissement pourrait financer une part (plus ou moins importante) d'investissements nécessaires au respect de notre trajectoire de décarbonation ; l'autre part pouvant être prise en charge par des capitaux privés.

Avantages

- Cette Caisse serait un outil pour mettre en concordance les moyens et les objectifs de soutenabilité climatique.
- Elle permettrait de suivre en temps réel les moyens financiers qui sont alloués au financement d'investissements nécessaires à la transition.
- Les capitaux privés seraient ainsi orientés vers des investissements en partie pris par des capitaux privés, et alignés avec la stratégie de transition établie par l'État.

Inconvénients

- La Caisse d'amortissement de la dette climatique mobiliserait des fonds issus de la dette ou de l'impôt¹ ; définir la stratégie d'abondement de ces fonds pourrait susciter des blocages ralentissant sa mise en œuvre.
-

¹ Un des critères d'abondement d'un impôt permettant de financer cette Caisse pourrait être l'inter-temporalité : les payeurs seraient ceux qui sont à l'origine de l'accroissement des émissions. Il devra toutefois être croisé avec des critères complémentaires tels que la capacité de financement.