



**Conseil économique
et social**

Distr.
GÉNÉRALE

ECE/CECI/2008/4
24 septembre 2008

FRANÇAIS
Original: ANGLAIS

COMMISSION ÉCONOMIQUE POUR L'EUROPE

COMITÉ DE LA COOPÉRATION ET DE
L'INTÉGRATION ÉCONOMIQUES

Troisième session
Genève, 3-5 décembre 2008
Point 2 d) de l'ordre du jour provisoire

ÉTAT D'AVANCEMENT DE L'EXÉCUTION DU PROGRAMME

PROMOUVOIR UN ENVIRONNEMENT PROPICE À UNE INTERMÉDIATION
FINANCIÈRE EFFICACE EN FAVEUR DU DÉVELOPPEMENT
DE L'INNOVATION

**RECOMMANDATIONS PRATIQUES SUR DES MESURES PROPRES À AMÉLIORER
L'ENVIRONNEMENT RÉGLEMENTAIRE DU FINANCEMENT DES ACTIVITÉS
LIÉES À L'INNOVATION**

Note du secrétariat

Résumé

Le programme de travail du Comité de la coopération et de l'intégration économiques pour 2006-2008 prévoit la formulation de recommandations pratiques sur des mesures propres à améliorer l'environnement réglementaire du financement des activités liées à l'innovation. Le présent document s'inspire largement des conclusions de l'«Examen comparatif des effets des politiques et réglementations publiques sur l'intermédiation financière à l'appui du développement induit par le savoir», et des travaux accomplis par le réseau d'experts du Comité dans ce domaine, notamment des résultats de la Conférence internationale sur le thème: «Investir dans l'innovation: créer de nouvelles perspectives pour la région de la CEE», tenue à Genève les 10 et 11 avril 2008.

Le document décrit les phases successives du développement des entreprises innovantes et examine pour chacune de ces phases les formules de financement les mieux adaptées. Il propose un choix de mesures permettant d'aider ces entreprises à trouver des financements, à savoir des mesures générales d'ordre fiscal et réglementaire mais aussi des programmes plus spécifiques. Les recommandations pratiques énumèrent aussi les caractéristiques que devraient présenter les interventions publiques dans ce domaine et examinent un certain nombre d'éléments d'appréciation concernant la conception des programmes de soutien.

TABLE DES MATIÈRES

	<i>Paragraphes</i>	<i>Page</i>
INTRODUCTION	1 – 4	3
I. NATURE ET FINANCEMENT DES ENTREPRISES INNOVANTES	5 - 12	3
II. DE L'IDÉE À LA JEUNE ENTREPRISE	13 - 37	5
III. CROISSANCE INITIALE	38 – 59	10
IV. DÉVELOPPEMENT FINANCIER ET MARCHÉ FINANCIER PUBLIC	60 – 71	14
V. CONCLUSIONS GÉNÉRALES.....	72 – 81	16

INTRODUCTION

1. Le programme de travail du Comité de coopération et d'intégration économiques pour 2006-2008 prévoit, dans le domaine d'intervention «Promouvoir un environnement propice à une intermédiation financière efficace en faveur du développement de l'innovation», l'établissement des documents suivants:
 - a) Examen comparatif des effets des politiques et réglementations publiques sur l'intermédiation financière à l'appui du développement induit par le savoir;
 - b) Recommandations pratiques sur des mesures propres à améliorer l'environnement réglementaire du financement des activités liées à l'innovation.
2. L'Examen comparatif des politiques et pratiques nationales, rédigé en consultation avec le réseau d'experts et de parties prenantes du Comité, sera diffusé en tant que publication officielle de la CEE («Policy Options and Instruments for Financing Innovation: A Practical Guide to Early-Stage Financing»).
3. Ces recommandations s'appuient sur les conclusions de l'Examen comparatif et sur les résultats de la Conférence internationale qui a eu lieu à Genève les 10 et 11 avril 2008 (ECE/CECI/CONF.2/2). On y recense un certain nombre de mesures possibles et d'instruments qui permettront d'aider les entreprises innovantes à lever des fonds, à savoir des mesures générales d'ordre fiscal et réglementaire mais aussi des programmes plus spécifiques.
4. Les recommandations pratiques s'appuient sur l'expérience acquise par les États membres de la CEE, qui est suffisamment riche pour qu'il soit possible d'en tirer des enseignements utiles à tous dans le choix de leurs interventions. L'activité des entreprises innovantes et les efforts qu'elles déploient pour lever des capitaux revêtent une forte dimension internationale qui a aussi été prise en considération lors de l'élaboration de ces recommandations.

I. NATURE ET FINANCEMENT DES ENTREPRISES INNOVANTES

5. Les entreprises innovantes sont des moteurs de la croissance économique et de la création d'emplois. Elles cherchent à exploiter à des fins commerciales des idées, des technologies, des inventions ou d'autres connaissances et pratiques scientifiques ou commerciales nouvelles en proposant des produits ou des services nouveaux, en créant ou en pénétrant de nouveaux marchés, ou encore en employant des méthodes de production ou d'organisation nouvelles et plus efficaces. À leurs débuts, les entreprises innovantes sont de petites initiatives privées qui cherchent à réaliser le potentiel commercial que recèle une idée neuve.
6. Le concept innovant passe par plusieurs phases de développement successives avant de se métamorphoser en entreprise commerciale prospère:
 - a) La phase d'amorçage recouvre la recherche initiale et l'élaboration de l'idée ou du concept commercial; durant cette phase, il s'agit principalement d'évaluer la faisabilité technique, le potentiel commercial et la viabilité économique du projet;

b) La phase de démarrage comporte l'élaboration du prototype, l'étude de marché initiale et la recherche de débouchés commerciaux, ainsi que la création de l'entreprise proprement dite;

c) La phase de croissance correspond aux premières étapes de la commercialisation et de la profession de l'entreprise ainsi qu'à la mise en place des bases qui lui permettront de s'étendre; et

d) La phase d'expansion s'entend de l'agrandissement substantiel de l'entreprise et de son impact commercial.

7. La capacité nette d'autofinancement des entreprises innovantes évolue avec le temps; négative dans les phases d'amorçage et de démarrage, elle devient peu à peu positive. Les jeunes entreprises innovantes doivent dépasser les aléas des débuts pour révéler et réaliser leur potentiel commercial.

8. Nombre de sources traditionnelles de financement, disponibles durant les phases d'amorçage et de lancement, ne sont pas très adaptées aux entreprises innovantes. Démarrant avec un solde de trésorerie négatif et un fort risque d'échec, les entreprises innovantes auraient besoin de capitaux dont le remboursement n'aurait pas à être garanti.

9. Il existe deux formes de financement adaptées aux entreprises innovantes qui se trouvent dans leur première phase de croissance:

a) *Les subventions fondées sur les mérites du projet.* Les fonds octroyés ne sont assortis d'aucune condition: ils n'ont pas à être remboursés si l'entreprise échoue dans son projet. Ils peuvent servir à financer l'élaboration du concept ou la réalisation d'une étude de marché préalable. L'existence d'une telle subvention peut constituer un atout pour l'entreprise qui la reçoit lorsqu'elle cherchera plus tard à lever des capitaux privés en vue de développer son activité;

b) *Les capitaux externes.* En échangeant leur capital contre des participations, les investisseurs ont des droits sur la valeur résiduelle de l'entreprise et participent tant à la plus-value potentielle qu'aux risques de pertes. Les pourvoyeurs de capitaux externes sont généralement les investisseurs providentiels (business angels), les fonds d'amorçage et les incubateurs d'entreprises, et les fonds de capital-risque (qu'ils soient privés, affiliés à des sociétés ou financés sur des fonds publics).

10. Les initiatives relatives aux moyens à mettre en œuvre pour améliorer les conditions du financement initial des entreprises innovantes doivent tenir compte des difficultés inhérentes à la mise en place de marchés à des fins de financement privé et des limitations plus générales liés à une intervention des pouvoirs publics.

11. Ces initiatives doivent répondre à la nécessité de faire coïncider ces trois acteurs essentiels: 1) le capital; 2) les intermédiaires financiers spécialisés; et 3) les entrepreneurs, dont aucun ne peut se matérialiser ni produire ses effets en l'absence des deux autres.

12. À chaque phase du développement des entreprises innovantes correspond un groupe d'intermédiaires financiers; chacun d'eux poursuit des objectifs différents, fait appel à des sources de capital différentes et sert une catégorie particulière d'entrepreneurs. C'est pourquoi les pouvoirs publics, lorsqu'ils prennent des mesures pour faciliter l'entrée en scène et la promotion de ces intermédiaires doivent comprendre les obstacles auxquels ceux-ci se heurtent pour lever des capitaux, faire des investissements et obtenir des rendements justifiant leur activité.

II. DE L'IDÉE À LA JEUNE ENTREPRISE

13. Il est difficile de savoir à l'avance si telle ou telle entreprise innovante connaîtra ou non un succès d'envergure. Pour naître et se développer, les entreprises innovantes ont besoin tout à la fois de perspectives encourageantes, de ressources financières suffisantes et d'un accès à des compétences opérationnelles, commerciales, financières ainsi qu'à des compétences de gestion. Il leur faut pour cela disposer d'un système d'aide à l'innovation dédié à la sélection des concepts prometteurs et à l'allocation de ressources de plus en plus importantes aux projets qui montent en puissance.

14. Un tel système, pour exister, doit pouvoir compter sur un réservoir d'idées et sur une structure décisionnelle efficace qui évalue, sélectionne et appuie les concepts prometteurs. La proximité géographique et des connaissances spécialisées sont indispensables pour repérer les projets intéressants et les évaluer correctement.

15. Tout dispositif d'aide à l'innovation doit reposer sur des mesures d'incitation de nature à attirer ceux qui en seront les acteurs et sur la coordination de ces acteurs pour s'assurer que tous les secteurs d'innovation soient correctement pris en charge. Dans ce domaine, les pouvoirs publics peuvent intervenir utilement, à la fois par une participation directe et par des incitations et un appui indirects.

16. Avant de définir les mesures à prendre, les autorités doivent discerner les difficultés auxquelles les entrepreneurs potentiels et les investisseurs potentiels se heurtent dans les premières phases du développement de l'entreprise. Pour les premiers, il s'agit de produire, d'évaluer et de développer des concepts prometteurs. Pour réussir, ils doivent évaluer la faisabilité du projet et comprendre les mécanismes du développement et du financement de l'entreprise. Pour leur part, les investisseurs potentiels doivent sélectionner les projets d'avenir bien qu'ils manquent d'information, suivre leur développement pour cesser d'allouer des ressources à ceux qui ne tiendraient pas leurs promesses et obtenir des rendements proportionnels aux risques encourus.

17. Les mesures mises en place par les pouvoirs publics peuvent être conçues pour faire face à l'une ou l'autre de ces difficultés. Mais ensemble, dans le cadre d'un dispositif plus large, elles doivent apporter une réponse à tous les problèmes. Telle initiative peut comporter un élément d'intervention directe auprès d'entreprises innovantes potentielles (octroi de subventions de faisabilité, promotion des relations avec des instituts de recherche-développement (R-D) et services de soutien aux entreprises) et un élément d'intervention indirecte (appui financier et technique et mesures d'incitation en faveur d'intermédiaires spécialisés tels qu'institutions de microcrédit, investisseurs providentiels et sociétés de capital-risque).

18. Les subventions de faisabilité qu'accordent les organismes publics sont un bon moyen pour les sociétés innovantes d'obtenir des capitaux d'amorçage. Ces programmes ont pour objectif de rendre possible la transformation d'idées innovantes en propositions capables de générer autant de possibilités d'investissements pour les investisseurs privés et, en fin de compte, de devenir des entreprises qui auront un large impact économique et social. Toutefois, ces programmes sont exposés aux influences politiques et administratives qui peuvent nuire au bien-fondé des décisions commerciales.

19. Il y a plusieurs éléments à prendre en compte soigneusement pour que ces programmes atteignent les objectifs fixés:

- a) Structure du processus de prise de décisions (qui prend les décisions de financement?);
- b) Critères de décision (nature et cohérence des décisions);
- c) Gages donnés aux investisseurs privés (percevront-ils la subvention comme un signal positif?);
- d) Suivi des projets sélectionnés et aide à ces projets;
- e) Mesures appropriées d'évaluation des programmes;
- f) Existence d'un flux d'affaires de qualité.

20. L'exploitation à des fins commerciales de connaissances scientifiques de pointe par des entreprises innovantes à forte intensité technologique exige une intégration et un échange d'informations efficaces entre instituts publics de recherche-développement, entreprises et établissements d'enseignement.

21. On peut encourager les relations entre entreprises et instituts publics de recherche-développement de plusieurs manières:

- a) Sensibiliser les enseignants et les chercheurs aux possibilités de création d'entreprise, à la marche à suivre et aux ressources disponibles pour ce faire;
- b) Fournir de l'information aux partenaires commerciaux sur la nature et les applications possibles des connaissances scientifiques mises au point par les instituts publics de recherche-développement;
- c) Apporter une aide technique et financière en vue de l'examen initial des idées;
- d) Fournir une assistance technique et financière aux incubateurs d'entreprises.

22. À cet égard, plusieurs intermédiaires bien précis peuvent être mis à contribution:

- a) Les offices chargés du transfert de technologie ou les réseaux de coopération entre les instituts de recherche-développement, les entreprises et les établissements d'enseignement;

- b) Les intermédiaires spécialisés;
 - c) Les incubateurs d'entreprises à vocation technologique ou les programmes d'accélération de projets innovants.
23. Il convient de prêter une attention toute particulière à la capacité des entreprises aidées d'attirer de nouveaux financements une fois qu'elles seront passées au niveau supérieur et qu'elles ne bénéficieront plus du soutien de ces intermédiaires.
24. Les services d'aide aux entreprises guident les entrepreneurs et leur permettent de franchir les premiers obstacles. Ils peuvent préparer l'entreprise à la levée de capitaux en l'aidant à établir un plan financier et commercial convaincant et à comprendre les différentes sources de financement auxquelles elle peut faire appel à chaque phase de son développement.
25. L'éventail de services accessibles aux entreprises potentielles est large et les objectifs sont les suivants:
- a) Sensibilisation (fournir de l'information destinée à générer et à soutenir les projets);
 - b) Formation de réseaux (promouvoir les contacts entre parties intéressées);
 - c) Rapprochement (rapprocher les entrepreneurs et les sources de compétences et de financement);
 - d) Formation dans le domaine des études de faisabilité et des plans financiers et commerciaux;
 - e) Tutorat (conseils dispensés dans le cadre de la réalisation des études de faisabilité et des plans financiers et commerciaux).
26. Les prêts de faible montant (microcrédits) sont un bon instrument pour financer le développement du concept initial ou la réalisation d'études de faisabilité. Or, ces prêts, dont les coûts de transaction sont élevés et les montants faibles, ne sont généralement pas rentables pour les banques et tendent donc à être octroyés par des institutions spécialisées dans le microfinancement. Celles-ci utilisent des méthodes d'évaluation différentes, ont des exigences différentes en matière de garanties et fournissent aussi dans certains cas conseils et aide.
27. Il existe plusieurs instruments qui permettent d'augmenter l'apport de microcrédits aux entrepreneurs qui remplissent les conditions:
- a) Les subventions et l'appui technique accordés à des institutions de microfinancement bien définies pour qu'elles apportent le capital initial ou couvrent les coûts élevés inhérents aux opérations de microcrédit;
 - b) Le financement direct ou le cofinancement de projets lancés par des institutions de microfinancement ou d'autres organismes de microcrédit qui remplissent les conditions requises;
 - c) La fourniture de garanties pour encourager les institutions financières à s'engager dans le microcrédit;

d) Les mesures d'incitation fiscale destinées aux fournisseurs de microcrédit ou aux investisseurs qui les soutiennent. Ces mesures peuvent améliorer la rentabilité des institutions de microfinancement et renforcer leur autonomie.

28. L'efficacité de ces instruments en ce qui concerne la promotion des entreprises innovantes dépend des éléments suivants:

a) Des procédures d'évaluation du crédit efficaces qui réduisent le ratio coût de fonctionnement/prêt;

b) Une définition claire des catégories d'entreprises qu'il convient d'aider – jusqu'aux définitions opérationnelles que les agents locaux doivent utiliser lorsqu'ils évaluent les dossiers de demande de prêt;

c) La proximité des lieux dans lesquels naissent les entreprises innovantes, telles que les universités et les instituts de recherche;

d) Des connaissances et des compétences commerciales, analytiques ou technologiques particulières permettant d'évaluer la faisabilité du projet et d'élaborer des plans relatifs aux entreprises innovantes.

29. Les investisseurs providentiels jouent un rôle essentiel dans le financement des premières étapes du développement des entreprises innovantes; il s'agit de particuliers qui prennent des participations dans des entreprises d'avenir. Ils doivent le plus souvent leur patrimoine à la vente d'entreprises qu'ils ont eux-mêmes créées et exploitées. Ils sont en mesure d'apporter une part substantielle du capital d'amorçage et de lancement nécessaire aux entreprises qui démarrent, y compris dans le cadre d'opérations syndiquées engageant plusieurs de leurs homologues.

30. Les investisseurs providentiels apportent des capitaux mais aussi:

a) Des conseils stratégiques, opérationnels et commerciaux précieux, fondés sur leur vaste expérience;

b) Un réseau de relations leur permettant de présenter l'entrepreneur à des partenaires très importants tels que les clients et les fournisseurs.

31. Entre les investisseurs providentiels et les entrepreneurs, l'information ne circule pas facilement. Des réseaux d'investisseurs providentiels sont apparus ces dernières années pour remédier à cette situation et apporter des services qui créent de la valeur aussi bien pour leurs membres que pour les entrepreneurs. Ces réseaux centralisent les ressources financières, les connaissances et l'information détenues par des groupes d'investisseurs providentiels pour se faire connaître des entrepreneurs potentiels, attirer un flux d'affaires plus important et en sélectionner les meilleures, et procéder à une sélection plus méthodique des projets d'investissement.

32. Les principaux services rendus par les réseaux d'investisseur providentiels sont les suivants:

- a) Réunir les partenaires en organisant des activités en réseau ou des forums sur l'investissement;
- b) Proposer aux entrepreneurs potentiels des séances de tutorat sur l'établissement de plans d'activité pour leur entreprise;
- c) Proposer des formations aux investisseurs et aux entrepreneurs;
- d) Appuyer la syndication et créer des fonds de coinvestissement;
- e) Entretien des contrats avec d'autres bailleurs de fonds en prévision d'opérations de coinvestissement.

33. La décision des investisseurs providentiels d'investir dépend d'un certain nombre de facteurs sur lesquels les pouvoirs publics ont une influence:

- a) *Rendement potentiel*: le rendement d'un investissement privé dépend de la qualité de l'entreprise bénéficiaire, de la disponibilité ultérieure de capitaux-développements privés permettant à celle-ci de connaître une croissance à grande échelle et des conditions auxquelles l'investisseur providentiel peut récupérer sa mise;
- b) *Qualité des projets*: les investisseurs providentiels peuvent être découragés par le faible nombre de projets qui correspondent à leurs critères d'investissement ainsi que par la qualité médiocre des propositions d'investissement qu'ils reçoivent;
- c) *Conditions fiscales*: l'allègement de l'impôt sur le revenu et de la taxation des plus-values et des dividendes perçus sur les investissements privés peut constituer autant de mesures incitant à investir dans le secteur privé;
- d) *Conditions économiques*: la croissance économique, les taux d'intérêt et l'inflation peuvent avoir un impact sur l'activité des investisseurs providentiels, dans la mesure où ils influent sur le rendement des investissements réalisés dans la nouvelle économie;
- e) *Conditions financières*: les anticipations et les mouvements des marchés financiers peuvent modifier les montants de capitaux disponibles pour l'investissement privé ainsi que leur coût d'opportunité.

34. Les initiatives publiques prises pour accroître l'offre de projets innovants de qualité peuvent avoir un effet stimulant sur l'activité des investisseurs providentiels, que les pouvoirs publics peuvent encore encourager au moyen de plusieurs instruments:

- a) Mesures d'incitation fiscales, comprenant des dégrèvements ou des abattements fiscaux ainsi que des exonérations fiscales ou des reports d'imposition des plus-values réalisées sur les investissements effectués dans certains types d'entreprises;

- b) Appui technique ou financier à l'établissement et à l'extension de réseaux d'investisseurs providentiels, en particulier dans les régions où il n'en existe pas encore;
- c) Assistance technique ou financière à la formation d'investisseurs providentiels dans le cadre de structures autonomes ou de réseaux;
- d) Instruments de levier financier tels que les opérations de coinvestissement avec des investisseurs providentiels ou des fonds d'investissement d'investisseurs providentiels et l'allocation de capitaux à des fonds d'investissement d'investisseurs providentiels, sous réserve sur la base de la mobilisation d'un montant suffisant de capitaux privés.

35. Par participation-pari (*corporate venture capital*), on entend une participation en fonds propres ou en quasi-fonds propres prise par la filiale d'une société non financière dans le capital d'une entreprise privée. Par rapport à l'investisseur de capital-risque classique, l'investisseur qui réalise ce genre d'opération est parfois moins intéressé par le rendement financier que par la valeur stratégique de l'entreprise sur laquelle il a misé pour l'organisation mère.

36. Pour rester compétitives, les entreprises bien établies sont constamment à la recherche d'idées nouvelles et d'occasions à saisir. Les pouvoirs publics disposent d'un certain nombre de moyens d'action pour les inciter à prendre part aux activités de financement et d'appui aux entreprises innovantes:

- a) Mesures d'incitation fiscale pour les investissements réalisés en faveur d'entreprises privées innovantes;
- b) Partenariats public-privé impliquant une participation financière;
- c) Création de structures administratives (telles que les incubateurs d'entreprises dans la branche) qui facilitent l'exploitation commerciale des idées innovantes.

37. Il existe des instruments directs qui permettent de sensibiliser les entrepreneurs potentiels se trouvant dans les institutions de recherche-développement, d'étendre leurs compétences et de leur fournir les moyens initiaux indispensables pour évaluer la faisabilité de leurs projets. Les instruments indirects peuvent, pour leur part, encourager et faciliter la participation d'autres acteurs financiers, tels que les institutions de microcrédit, les investisseurs providentiels et les fonds de capital-risque souscrits par des entreprises, en améliorant la circulation de l'information ou en leur apportant l'appui ou les incitations qui assureront la rentabilité de leurs investissements dans les entreprises innovantes.

III. CROISSANCE INITIALE

38. Une fois le potentiel commercial d'une entreprise établi, il convient de mobiliser suffisamment de ressources financières et technologiques et suffisamment de compétences en matière de gestion et de planification stratégique pour le réaliser. Cela nécessite l'apport d'un capital-développement spécial qui combine ces différents éléments et que les intermédiaires financiers traditionnels ne sont pas en mesure de fournir.

39. Le financement par capital-risque consiste, pour des investisseurs professionnels, à entrer au capital d'entreprises prometteuses en échange de prises de participation qui seront réalisées dans un délai de cinq à sept ans contre des plus-values substantielles, lorsque les entreprises en question auront atteint un certain niveau de développement ou tenu leurs promesses commerciales.
40. Pourvoyeuses de capital-développement, les sociétés de capital-risque jouent un rôle d'intermédiaire important: elles acheminent les fonds provenant des investisseurs institutionnels vers les entreprises à fort potentiel. Les investisseurs institutionnels ont en effet intérêt à diversifier leurs portefeuilles en y incluant des entreprises innovantes privées, mais ils n'ont pas les connaissances spécialisées nécessaires pour les sélectionner et contribuer à leur développement.
41. Un secteur de capital-risque développé doit donc pouvoir s'appuyer sur une circulation fluide des capitaux des investisseurs institutionnels vers les sociétés de capital-risque, de celles-ci vers les entreprises à fort potentiel, puis en sens inverse, des entreprises vers les sociétés de capital-risque et les investisseurs institutionnels. Toute interruption de ce cycle risque de compromettre la vitalité et la pérennité du secteur.
42. Un fonds de capital-risque typique présente les caractéristiques ci-après:
- a) *Structure.* En général, chaque fonds est constitué en société en commandite dont certains ou tous les directeurs ont qualité de gérants et apportent une petite part (normalement 1 %) du capital du fonds. Le reste est fourni par des investisseurs institutionnels (fonds de pension, fonds de dotation universitaire, banques ou sociétés d'assurance) ou des personnes fortunées et des fondations familiales qui sont les commanditaires;
 - b) *Durée.* Les fonds ont une durée de vie limitée, généralement située entre dix et douze ans. Le transfert des actions et les retraits avant la date d'échéance du fonds sont interdits;
 - c) *Gestion.* Ce sont les gérants qui prennent toutes les décisions concernant les investissements ou la cession des entreprises. Les commanditaires sont pour leur part exclus de la gérance active du fonds;
 - d) *Distribution des dividendes.* Dans ces sociétés en commandite, les dividendes sont distribués à travers la structure et imposés. Le régime fiscal des sociétés en commandite varie selon les pays;
 - e) *Commission.* La société de capital-risque perçoit en général une commission de gestion annuelle qui représente 2 à 2,5 % du capital engagé sur la durée de vie du fonds, et 20 à 25 % des dividendes distribués au-delà d'un montant minimum.
43. Les gérants de capital-risque sélectionnent les projets d'investissement en plusieurs temps. Ils surveillent les progrès et le potentiel des sociétés qu'ils ont en portefeuille, procèdent à une injection échelonnée de capitaux qui est subordonnée à la réalisation d'objectifs spécifiques. Enfin, ils ajoutent de la valeur à ces entreprises en leur apportant des conseils en matière de stratégie et de gestion, l'appui d'un réseau et en jouant un rôle actif dans le recrutement et la professionnalisation de l'équipe de direction.

44. Le processus de financement par capital-risque consiste essentiellement à faire circuler les fonds des investisseurs institutionnels vers les fonds de capital-risque, des fonds de capital-risque vers les entreprises présentant des perspectives prometteuses, et retour. Ce cycle, qui se renforce lui-même à mesure de sa progression, comprend quatre phases principales: levée de fonds, investissement, gestion/création de valeur, et sortie.

45. Si l'on peut considérer ces phases comme autant de domaines d'intervention pour les pouvoirs publics, toutes doivent être menées à bien pour que le financement initial par capital-risque produise ses effets. Chaque intervention doit naturellement être modulée selon les objectifs spécifiques de la société de capital-risque qu'elle cherche à attirer.

46. Les sociétés de capital-risque n'investissant pas leurs fonds propres, la levée de capitaux est un élément essentiel du cycle. Pour les investisseurs extérieurs, engager des capitaux auprès de ces sociétés n'est justifié sur le plan économique que si les rendements excèdent le coût d'opportunité et les rétribuent suffisamment pour les risques encourus.

47. Il existe plusieurs éléments d'ordre fiscal et réglementaire qui sont déterminant pour décider si les fonds de capital-risque sont une classe d'actifs appropriée et si ces capitaux seront affectés au financement initial de l'entreprise. Les pouvoirs publics, lorsqu'ils interviennent dans le domaine du financement initial, devraient être attentifs à l'incidence des différents scénarios fiscaux et réglementaires.

48. L'existence d'une structure spécialisée ou adaptée qui lève des capitaux auprès des investisseurs institutionnels est essentielle pour éviter la double imposition et reporter la taxation jusqu'à la vente effective des titres. Les règles fiscales, telles que le régime d'exonération lié à la notion d'établissement stable (en vertu duquel les fonds d'investisseurs internationaux ne sont pas passibles de l'impôt national), et l'impôt sur les plus-values peuvent avoir des répercussions directes sur les profits des investisseurs.

49. Les actions préférentielles convertibles en actions ordinaires font beaucoup pour accorder les intérêts des investisseurs avec ceux des gérants et peuvent être très motivantes si elles font l'objet d'un régime fiscal favorable. Or, pour y recourir, il faut que la législation nationale ait les moyens de faire appliquer la protection contractuelle et les règles fiscales relatives à l'évaluation des titres convertibles et au régime applicable aux options de souscription.

50. De nombreux investisseurs institutionnels – en particulier ceux qui gèrent des fonds publics ou réglementés – sont expressément soumis à des restrictions quantitatives en ce qui concerne les investissements dans les classes d'actifs dits «alternatifs», tels les fonds de capital-risque. De plus, ces investisseurs ont aussi l'obligation de respecter les règles concernant le recours aux «valeurs sûres» et «la gestion en bon père de famille» qui guident les décisions d'investissement. La réglementation dans ce domaine peut exercer une influence sur les possibilités de levée de capitaux des fonds de capital-risque.

51. Les décisions prises par les fonds de capital-risque quant à l'allocation des capitaux sont déterminées par une série de facteurs:

a) Les investisseurs institutionnels locaux peuvent avoir une connaissance insuffisante du capital-risque, de la nature de ces investissements et de leur rentabilité. Ces renseignements

peuvent leur être fournis par des spécialistes du domaine ou par des conseillers en investissement, avec l'aide des pouvoirs publics;

b) Les compétences et le capital social dont les sociétés de capital-risque locales disposent pour gérer des entreprises innovantes dépendent des possibilités existantes de suivre un parcours professionnel qui conduise de l'industrie de pointe aux sociétés de capital-risque et de la mobilité des gérants de capital-risque entre les sociétés et les pays.

c) Les investisseurs institutionnels n'ont pas toujours confiance dans l'avenir de fonds nouvellement créés ou gérés par des gérants relativement inexpérimentés. La présence d'investisseurs de base (tels que les organismes publics) ou la mise en place de partenariats public-privé peut les rassurer et neutraliser leur aversion pour le risque;

d) La levée de capitaux varie en fonction de la conjoncture, d'où la nécessité pour les sociétés de capital-risque d'apporter des financements complémentaires aux entreprises qu'elles ont en portefeuille dans les périodes difficiles. Des programmes publics peuvent être mis en œuvre pour compenser les effets de ces variations;

e) Les investisseurs de capital-risque cherchent à créer de la valeur lorsqu'ils ont des chances de profiter des variations à la hausse de leurs investissements. Si, faute de capitaux, le fonds ne peut pas participer aux cycles de financement ultérieurs, il risque d'y avoir dilution de la participation et, en conséquence, baisse des rendements potentiels. Les programmes publics peuvent recourir à des instruments spécifiques pour accroître les rendements des sociétés de capital-risque.

52. Outre les sociétés de capital-risque, les intermédiaires financiers plus traditionnels, tels que les banques, peuvent jouer un rôle dans le financement des entreprises innovantes. Toutefois, les entreprises qui sont dans leur phase initiale n'ont ni historique de résultats ni actifs tangibles; de plus, leurs soldes de trésorerie sont négatifs ou sujets à des variations. Il faut donc prendre des mesures de soutien particulières pour inciter ces prêteurs à venir en aide aux entreprises innovantes dans leur phase initiale.

53. On peut utiliser les instruments financiers publics ou privés d'une manière qui améliore le rapport risque-rendement grâce à diverses formes d'atténuation du risque de crédit. Sans pour autant accorder de participation aux bénéficiaires des entreprises dont ils couvrent le risque, ces instruments protègent les investisseurs contre des pertes éventuelles.

54. La garantie de tiers est un mécanisme externe d'atténuation du risque de crédit selon lequel des tiers (compagnies d'assurance ou organismes publics, par exemple) s'engagent à indemniser les investisseurs (prêteurs) à hauteur d'un montant fixé au préalable pour les pertes qu'ils ont subies en raison d'une défaillance de l'emprunteur.

55. Les garanties éliminent ou atténuent le risque encouru par l'institution de prêt mais sont source de préoccupation pour l'organisme public de tutelle en raison des problèmes de sélection et de risque moral qu'elles peuvent entraîner. Les critères applicables à l'institution de prêt doivent donc être précisés clairement de sorte que seul le groupe de bénéficiaires défini à l'origine obtienne ces garanties. Quant aux critères de sélection, ils doivent être conçus de sorte

à assurer que les entrepreneurs mettront tout en œuvre pour effectivement créer leur entreprise et la développer, tout en maintenant un élément de risque.

56. La couverture du risque de crédit peut être effectuée en partenariat avec des institutions privées. Les organismes publics peuvent contribuer à l'établissement ou au financement de ces institutions. Ils peuvent octroyer des contre-garanties ou servir de cogarants aux sociétés privées qui émettent ces couvertures.

57. Dans leur phase initiale, les entreprises innovantes ont besoin à la fois de capitaux suffisants et de compétences adéquates en matière de gestion. Les pouvoirs publics peuvent faciliter l'apport de capital-investissement et de capital-développement aux entreprises innovantes en faisant appel tant aux sociétés de capital-risque qu'aux institutions financières traditionnelles.

58. Les sociétés de capital-risque ont un rôle essentiel à jouer d'intermédiaire, assurant la transmission du capital des investisseurs institutionnels vers les entreprises à fort potentiel. Mais l'importance et la qualité du service qu'elles proposent dépendent de la régularité du passage de l'une à l'autre des quatre phases du processus: levée des fonds, investissement, création de valeur et sortie. Les initiatives publiques peuvent viser l'une ou l'autre des phases du cycle, en fonction des faiblesses qu'elles présentent mais l'efficacité de ces interventions dépendra en définitive de la coordination des efforts tout au long du processus.

59. Trois de ces phases – levée de fonds, investissement et sortie – exigent la mise en place d'un cadre réglementaire et fiscal propice, un vivier d'entreprises innovantes et des marchés de capitaux publics qui leur soient favorables. Les efforts déployés pour développer le secteur du capital-risque devraient donc s'inscrire dans une politique de l'innovation plus globale.

IV. DÉVELOPPEMENT FINANCIER ET MARCHÉ FINANCIER PUBLIC

60. Le bon fonctionnement des marchés financiers est déterminant pour le développement des entreprises innovantes: ils peuvent leur apporter de l'argent frais pour qu'elles puissent connaître un développement de grande ampleur et élaborer de nouveaux produits et, en même temps, permettre aux investisseurs des phases d'amorçage et de démarrage de vendre leurs parts, de réaliser des plus-values (ou des moins-values) et, en fin de compte, de réinvestir leur capital dans d'autres projets.

61. Les problèmes que les entreprises innovantes posent aux investisseurs potentiels, elles les posent aussi aux marchés financiers traditionnels. Ceux-ci doivent assouplir leurs règles et leurs opérations pour répondre aux besoins des entreprises naissantes à forte croissance.

62. Les marchés financiers peuvent fournir des liquidités aux investisseurs privés et ils ont joué un rôle important dans le développement du secteur du capital-risque. Cela étant, deux éléments de l'activité boursière revêtent une importance particulière pour le financement des entreprises innovantes:

a) *L'introduction en bourse.* L'introduction en bourse est l'émission de nouveaux titres par une entreprise auparavant privée qui est ainsi ouverte au public. L'introduction en bourse sert

à lever des capitaux destinés à l'expansion des sociétés (naissantes ou établies) dont les besoins en la matière sont trop importants ou trop onéreux pour leurs propriétaires privés.

b) *Marché secondaire.* L'échange ou la revente de titres ont lieu sur le marché secondaire. Pour fonctionner correctement, ce marché doit être suffisamment liquide, c'est-à-dire réunir un grand nombre d'acheteurs et de vendeurs prêts à effectuer des transactions. Un marché sera peu liquide s'il est trop petit ou s'il impose des restrictions à l'accès des investisseurs institutionnels, y compris étrangers.

63. Plusieurs secteurs de la réglementation influent sur la réponse que les marchés financiers d'un pays peuvent apporter aux besoins des jeunes entreprises naissantes à forte croissance:

a) Les règles en matière de cotation, notamment la capitalisation boursière minimale, un fonds de roulement suffisant à assurer le fonctionnement de l'entreprise pour une période donnée, etc.;

b) Les entreprises candidates à une introduction en bourse doivent s'enregistrer auprès de l'organe de réglementation compétent et respecter certaines obligations légales de publication d'informations et autres;

c) Lors d'une première introduction en bourse, la négociation de certains titres peut être soumise à restriction pour une certaine durée, ce qui les rend moins attractifs;

d) Une fois cotées en bourse, les entreprises doivent publier périodiquement des informations concernant leurs résultats d'exploitation et leurs résultats financiers ainsi que leurs perspectives commerciales;

e) Le régime juridique en vigueur et le degré dans lequel les lois sont appliquées peuvent avoir une influence sur le niveau de protection dont bénéficient les investisseurs.

64. Plusieurs marchés financiers ont vu le jour, qui servent à financer les petites et moyennes entreprises, en particulier les entreprises innovantes et les entreprises axées sur la croissance. Ces marchés sont qualifiés de «nouveaux» parce qu'ils sont affiliés à des bourses importantes et bien établies et que leurs règles sont adaptées aux besoins des sociétés à fort potentiel.

65. Ces «nouveaux» marchés qui s'adressent aux petites et moyennes entreprises s'orientent de plus en plus vers des opérations d'envergure internationale/européenne afin d'élargir leur base d'investisseurs et de devenir plus liquides. De plus, avec l'internationalisation rapide de l'activité boursière, notamment en ce qui concerne les entreprises innovantes, et l'intégration économique croissante, la tendance à privilégier les marchés financiers nationaux se dissipe.

66. Pour promouvoir les entreprises innovantes, les pouvoirs publics disposent de plusieurs moyens qu'ils peuvent mettre en œuvre seuls ou en partenariat avec des acteurs privés pour favoriser l'investissement au niveau international:

a) Faciliter l'échange d'informations et sensibiliser les différents acteurs aux possibilités financières offertes par les «nouveaux» marchés. Ces initiatives peuvent s'adresser tant aux investisseurs institutionnels (pour accroître la liquidité des marchés) qu'aux entrepreneurs potentiels ou existants (pour augmenter le nombre d'introductions en bourse);

b) Former des personnes spécialisées dans l'aide aux entreprises (analystes, consultants, etc.) afin qu'elles élaborent et diffusent une documentation spécialisée sur les besoins, les règlements et les possibilités des petites et moyennes entreprises.

67. Les cessions à des acquéreurs du même secteur, bien que généralement moins lucratives et moins visibles constituent pour les investisseurs providentiels et les sociétés de capital-risque le mode de sortie le plus fréquent. Les entreprises bien établies voient dans les acquisitions d'entreprises innovantes un bon moyen de renforcer leur compétitivité et de dynamiser leur stratégie. Toutefois, pour que ces opérations se concrétisent, il faut que les entreprises aient les capacités nécessaires pour repérer les bonnes affaires et financer l'acquisition proprement dite.

68. Les caractéristiques d'un environnement propice à la cession à des acquéreurs du même secteur sont les suivantes:

a) L'existence d'un vivier d'entreprises innovantes de qualité, produisant des biens et des services susceptibles d'augmenter le revenu des entreprises déjà établies;

b) L'existence de banques d'investissement et d'un secteur de consultants dynamiques et orientés vers les activités internationales;

c) L'existence d'un marché financier dynamique, en particulier de marchés adaptés aux besoins des jeunes entreprises innovantes à forte croissance.

69. Les marchés financiers publics peuvent permettre de parachever le processus d'innovation en facilitant le recyclage des capitaux d'une génération d'entreprises innovantes à la suivante. Compte tenu des besoins distincts et des spécificités des entreprises innovantes, plusieurs «nouveaux» marchés financiers spécialisés sont apparus.

70. Leur succès dépend toutefois de leur taille et de leur liquidité, qui sont à leur tour tributaires de la capacité qu'ils ont de dépasser les frontières géographiques, d'attirer les investisseurs institutionnels et de développer un réseau de fournisseurs de services spécialisés.

71. Les pouvoirs publics peuvent jouer un rôle utile dans ce processus par l'adoption de mesures qui facilitent 1) le développement des marchés financiers nationaux en attirant des entreprises et des investisseurs étrangers et en encourageant la création d'un réseau d'aide formé d'analystes, de banquiers d'investissement et de consultants, et 2) l'accès des entreprises nationales aux marchés financiers étrangers en les informant des possibilités qu'ils offrent.

V. CONCLUSIONS GÉNÉRALES

72. Les mesures mises en place par les pouvoirs publics pour promouvoir l'éclosion, le développement et le financement des entreprises innovantes ont besoin, pour être efficaces, d'une excellente compréhension de l'environnement dans lequel ces entreprises naissent et prospèrent ainsi que des facteurs qui leur permettent de franchir les phases successives de leur développement. Chaque initiative, chaque instrument s'inscrivent dans un cadre intégré plus large qu'il convient de mettre en place pour préparer des interventions efficaces.

73. L'apparition et le bon fonctionnement de marchés axés sur le financement privé des entreprises innovantes reposent sur la présence simultanée de plusieurs facteurs: le capital, les intermédiaires financiers spécialisés et les entrepreneurs.

74. À chacune des phases successives du développement des entreprises innovantes, correspond un groupe d'intermédiaires financiers; chacun de ces groupes poursuit des objectifs différents, fait appel à des sources de capital différentes et sert une catégorie particulière d'entrepreneurs:

a) Les intermédiaires de la phase d'amorçage, tels que les incubateurs d'entreprises, les programmes de subvention ou les institutions de microcrédit, doivent traiter avec autant d'entrepreneurs potentiels que possible afin d'être en mesure de repérer les idées prometteuses;

b) Les intermédiaires de la phase de démarrage, tels que les fonds d'amorçage et les investisseurs providentiels, aident les projets prometteurs à franchir les obstacles qui se dressent sur leur route pendant l'élaboration du produit et sa mise à l'épreuve sur le marché, et les accompagnent jusqu'à leurs premiers succès commerciaux;

c) Les intermédiaires de la phase de croissance initiale et de la phase d'expansion, tels que les fonds de capital-risque, peuvent accélérer la croissance de l'entreprise en mobilisant et en déployant des capitaux plus importants, en la faisant bénéficier de compétences essentielles en matière de gestion et en lui apportant du capital social.

75. À chaque phase de développement et à chaque intermédiaire financier correspond un engrenage tel que les trois facteurs (capital, intermédiaires et entrepreneurs) sont engagés dans un processus cyclique autonome. Chacun des quatre composants de cet engrenage doit être développé et activé pour que le processus de financement fonctionne et produise ses effets. Les intermédiaires financiers doivent:

a) Avoir accès à des capitaux en quantité suffisante (levée de capitaux);

b) Être en mesure d'allouer ces capitaux à des entreprises présentant des perspectives prometteuses (investissement);

c) Créer de la valeur pour améliorer les chances de succès des entreprises (création de valeur);

d) Pouvoir réaliser leurs investissements et réinvestir leurs capitaux dans une nouvelle génération d'entreprises (sortie).

76. Les programmes publics ont à leur disposition plusieurs solutions-types pour allouer les ressources et octroyer les incitations qui permettent à terme de multiplier le nombre d'entreprises innovantes et de lever davantage de fonds privés pour les financer. Chacun de ces instruments a pour objectif de créer les conditions qui attireront les sociétés privées sur des marchés financiers qui fonctionnent bien.

77. La participation du secteur privé aux initiatives publiques de financement initial est essentielle, non seulement pour augmenter le volume des ressources disponibles mais aussi pour assurer que la gestion des projets publics pourra bénéficier de compétences professionnelles adéquates.

78. Les mesures prises par les pouvoirs publics doivent être à la fois efficaces et efficientes, autrement dit le rôle qu'elles ont joué dans l'apparition des entreprises innovantes doit être évident et leur coût doit être plus que compensé par leur impact économique et social. Or, ce n'est pas facile à déterminer. C'est pourquoi, un bon programme sera à la fois soigneusement conçu – c'est-à-dire qu'il anticipera et préviendra les problèmes et les conflits d'intérêts possibles – et surveillera attentivement les activités menées et les résultats obtenus.

79. Parmi les éléments qui réclament une attention particulière dans la conception et le suivi des programmes, on peut citer:

a) *L'effet d'attraction sur les capitaux privés.* Une entreprise aurait-elle pu obtenir un financement s'il n'y avait pas de programme public?

b) *Le ciblage des bénéficiaires.* Si l'expression «entreprise innovante» était laissée à l'interprétation d'acteurs individuels, elle pourrait s'appliquer à des groupes d'entreprises très divers. Il est essentiel de disposer de définitions opérationnelles soigneusement élaborées et éprouvées pour aider les décideurs sur le terrain à octroyer l'aide aux catégories d'entreprises souhaitées.

c) *L'évaluation du succès.* Le succès peut être défini de nombreuses manières différentes – survie, croissance, rentabilité, impact social, etc. – et s'apprécier à court ou à long terme. Il importe donc de le mesurer à une même aune pour qu'il soit possible de comparer des programmes différents; toutefois, à attacher trop d'importance à un indicateur particulier, on risque de négliger d'autres aspects d'une entreprise qui, à plus long terme, peuvent profiter à l'économie et à la société.

80. Les synergies et les complémentarités entre les divers programmes méritent une attention spéciale, en particulier s'ils sont gérés par des organismes différents. Le train de mesures adopté par un pays ne sera efficace que s'il prend en compte la totalité des facteurs déterminants pour les marchés financiers privés. Pour ce faire, il faut que les mesures prises dans les domaines de la réglementation, de la fiscalité, de l'innovation et du financement initial soient très bien coordonnées. Les approches coordonnées devraient proposer des plans qui s'appuient sur l'expérience passée ou qui cherchent à compléter des programmes concurrents. L'assistance financière est souvent plus efficace conjuguée à d'autres services d'aide aux entreprises.

81. L'action des pouvoirs publics peut être plus globale et mieux coordonnée si l'on instaure des mécanismes d'apprentissage efficace permettant de tirer profit des expériences faites au niveau national et dans d'autres pays. De tels mécanismes exigent une bonne compréhension des objectifs et des résultats des mesures publiques prises dans le passé, et donc une évaluation sérieuse et correcte des résultats des programmes.