



## 4.J - Politique des marchés financiers

### **1. Définition de la variable**

La recherche et l'innovation sont, généralement, consommatrice de capital dont la rentabilité est incertaine à long terme. Depuis le début des années 1980, la dichotomie traditionnelle entre crédit bancaire et financement par les marchés financiers semble de moins en moins pertinente. En particulier, la politique des marchés financiers doit simultanément intégrer, d'une part, la nature spécifique des besoins nés de la recherche et de l'innovation et, d'autre part, les relations d'interdépendance entre crédit bancaire, politiques monétaire et fiscale, intégration et libéralisation financière, comportement des opérateurs privés.

### **2. Déterminants de la variable et indicateurs pertinents pour les décrire**

- concentration des bourses européennes
- libéralisation et désintermédiation de l'espace financier européen
- organisation du suivi de la place
- volatilité des valorisations boursières et "bulles" financières
- normes prudentielles et procédures comptables des activités bancaires
- mesures de garanties et procédures d'assurance collective
- fiscalité des plus-values
- rôle directeur de la politique monétaire

### **3. Rétrospective sur les 20 dernières années**

La politique des marchés financiers a fortement évolué au cours des cinquante dernières années. Source marginale de financement des entreprises jusqu'à la fin des années 1970, les marchés financiers ont depuis fait l'objet de politiques volontaristes. Leur croissance a profondément modifié le rôle des différents acteurs impliqués dans le financement de la recherche et de l'innovation. Tout en offrant de nouvelles possibilités, des marchés financiers adaptés au financement de l'innovation nécessitent une mise en cohérence globale avec les outils monétaires, les institutions et les dispositions réglementaires.

#### **3.1. Le mode de financement des trente glorieuses**

Jusqu'aux années 1970, les banques ont financé l'essentiel de l'économie. Le niveau relativement modéré du risque relatif au progrès technologique, la faible ouverture internationale, le quasi-monopole dont jouissaient les banques dans la distribution du crédit ont permis au crédit bancaire d'assurer près de 80 % des financements externes<sup>1</sup> accordés aux ménages et aux entreprises. La part limitée des profits dans la répartition de la valeur ajoutée des entreprises est compensée par le coût modeste du crédit bancaire, autorisant le recours à l'endettement pour financer les investissements. Ce coût modeste résulte de l'inflation, qui diminue le coût réel de l'endettement pour l'entreprise comme celui des ressources bancaires, d'une faible concurrence internationale sur le marché bancaire domestique, autorisant une faible rémunération des comptes à terme, et de l'absence d'exigence excessive de rendement de la part des actionnaires.

<sup>1</sup>. Ce qui exclut donc l'autofinancement. Cf. S. Trouvelot, *Alternatives économiques*, n°142, novembre 1996.

La politique monétaire influe directement sur la quantité de crédit en circulation en contrôlant le volume de crédit distribué par les banques à travers les mécanismes de réserves obligatoires, de l'encadrement du crédit et du coût de refinancement des banques auprès de la banque centrale. Ce contrôle quantitatif de la masse monétaire permet aussi de maîtriser la croissance de la valorisation des marchés financiers. L'État est un acteur indispensable au financement de la recherche et l'innovation, soit directement à travers les grands programmes (aéronautiques, spatiaux, nucléaires, ferroviaires, téléphoniques), soit indirectement par les organismes associés (universités, CNRS...). Les PME restent marginales dans ce processus d'innovation, en raison d'un faible accès à ces programmes et de leur coût d'entrée, sauf pour celles travaillant dans l'orbite d'un grand groupe (relations capitalistiques, sous-traitance) ou entretenant une relation privilégiée avec leurs banques.

### 3.2. Le passage des années 1980 à la finance de marché

La politique de déréglementation progressive des marchés monétaires et financiers a remis en cause ce mode de financement. Un processus de modernisation est engagé dans les années 1980, avec la transposition dans la législation française de la directive européenne sur les services d'investissement et une volonté d'adaptation de la réglementation à l'Union Économique et Monétaire<sup>2</sup>. Les marchés financiers sont ouverts à de nouveaux intervenants et à de nouvelles opérations : accès des entreprises au marché monétaire, création d'un marché de billets de trésorerie et de certificats de dépôts<sup>3</sup>, marché des actions stimulé par la création en 1983 du second marché destiné aux PME performantes, croissance du financement obligataire de la dette de l'Etat, opérations de privatisations. La surveillance des opérations faisant appel public à l'épargne sur les marchés français est adaptée, notamment par l'augmentation des compétences de la Commission des Opérations de Bourse (COB) à l'occasion de la loi du 2 août 1989 relative à la sécurité et la transparence du marché. Ce processus global se traduit par un recours plus important de l'ensemble des agents aux marchés de titres et une désaffectation relative à l'égard des autres types de ressources (dépôts pour les banques, crédits pour les agents non financiers)<sup>4</sup>. Les entreprises passent d'un financement par crédits bancaires (processus traditionnel d'intermédiation de bilans) à un financement par émission de titres sur le marché financier (phénomène de *titrisation*). La part du crédit bancaire dans l'ensemble des financements externes de l'économie se ramène progressivement à moins de 35% à la fin des années 1980, au bénéfice de la part des titres<sup>5</sup>.

L'importance prise par les marchés financiers en tant que bailleurs de l'activité économique a eu deux conséquences majeures sur l'organisation du système de financement :

- d'une part, la capacité de la banque centrale à réguler *le volume* de crédits distribués à l'économie s'est fortement réduite. La régulation s'exerce désormais essentiellement par l'orientation du *coût* du crédit en fonction des objectifs de la politique monétaire, à l'aide des mécanismes appels d'offre ou de prises en pension. Ces impulsions se transmettent indirectement à l'activité économique, de façon différenciée selon la structure d'endettement des agents et leur sensibilité aux mouvements des taux d'intérêt. En particulier, les PME, dont la trésorerie est financée à court terme, sont plus sensibles aux effets de la politique monétaire que les grandes entreprises, qui se financent à long terme. Toutefois, le système bancaire peut potentiellement contrer les inflexions souhaitées par les autorités monétaires ;
- d'autre part, les banques commerciales se sont réorientées vers les opérations en bourse pour le compte des entreprises et les placements financiers pour le compte des agents non financiers à

<sup>2</sup>. La libéralisation des transactions sur les valeurs mobilières est devenue effective le 1<sup>er</sup> janvier 1996, date à laquelle sont entrées en vigueur deux directives, adoptées au cours de l'année 1993. Ces directives, relatives aux services d'investissement et à l'adéquation des fonds propres ont permis de réaliser le droit d'établissement et la libre prestation de services dans ce secteur.

<sup>3</sup>. Ce compartiment, dont le développement en France n'a pas de réel équivalent en Europe ou aux Etats-Unis, constitue un gisement de ressources très important pour les institutions financières.

<sup>4</sup>. C. Augory & F. Pansard, 2003, "Un panorama des marchés de capitaux dans les années 90 en Europe et aux Etats-Unis", *Lettre économique de la CDC*, février, n°148.

<sup>5</sup>. Selon *Alternatives économiques*, n° 145, février 1997, la part des titres (actions et obligations) dans le financement externe des agents non financiers (entreprises et ménages) s'établirait en France à plus de 70% à la fin des années quatre-vingt-dix. S. Paillard et B. Amable, "Intégration européenne et systèmes financiers : y a-t-il convergence vers le système anglo-saxon ?", in *Intégration européenne et institutions économiques*, S. Ngo-Mai, D. Torre et E. Tosi (eds.), de Boeck, 2002, évoquent une part des crédits bancaires (total des emprunts court et long terme) dans le financement net (inclut l'autofinancement) des entreprises non financières françaises diminuant de 36% à 9,6% pour les périodes respectivement de 1975-85 et 1986-96, niveau qui devient proche de ceux constatés aux États-Unis et au Royaume-Uni.

travers des véhicules collectifs (OPCVM<sup>6</sup>). Le passage d'une activité d'intermédiation de bilan à celle d'intermédiation de marché s'est traduit par une hausse des commissions et des gains sur opérations financières, au détriment des produits d'intérêts bancaires, et par le transfert du risque de l'établissement de crédit vers les clients. Progressivement, les banques et, dans une moindre mesure, les assurances sont revenues sur le marché du financement de l'économie en prenant le contrôle de la majorité des OPCVM et des maisons de titres, alors que la détention directe par les agents non financiers chutait.

Cependant, il n'y a pas eu de réorientation majeure vers le financement de la recherche et l'innovation en raison d'une culture historique peu encline à la prise de risque, d'une concurrence bancaire internationale accrue et d'une exigence croissante de rentabilité de la part des actionnaires, résultat d'une plus large cotation sur les marchés financiers<sup>7</sup>. Parallèlement, l'État s'est progressivement désengagé de grands programmes nationaux, tant pour des raisons d'équilibre budgétaire interne que pour la stabilisation de ses équilibres extérieurs. Les perturbations des cours boursiers à partir des années 2000 ont accru la concentration des transactions sur les valeurs mobilières des grandes entreprises, au détriment des marchés regroupant les petites capitalisations (*small caps*). Aujourd'hui, en dépit d'un niveau conséquent de créations d'entreprises en France, peu de PME parviennent à la taille intermédiaire, ce qui suggère une difficulté à surmonter les crises de croissance. À côté des éléments propres à la culture entrepreneuriale, il semble que la faiblesse de fonds propres et les difficultés d'accès aux crédits bancaires soient des éléments d'explication pertinents au niveau des sources traditionnelles de financement, tandis que la volatilité des marchés financiers constitue un frein pour les bailleurs externes potentiels.

### 3.3. Des marchés financiers nécessaires mais mal maîtrisés

La croissance des marchés financiers n'est pas que le produit de la libéralisation, elle répond aussi au coût croissant des immobilisations en capital matériel et immatériel des appareils productifs. Simultanément, elle a conduit à une forte accumulation d'actifs financiers. Dans un premier temps, la multiplication des possibilités de financement a permis le financement de la vague d'innovations technologiques des années 1990, comme l'illustre le cas typique des États-Unis. Cependant, en l'absence d'une réorganisation profonde des rapports entre entreprises, banques, marchés et organismes de régulation, l'accumulation des actifs financiers peut conduire à une mauvaise répartition ou une couverture insuffisante des risques et, par la suite, à la fragilisation des intermédiaires financiers et bancaires, à la formation d'une bulle spéculative, voire au dépérissement des compartiments du marché réservés aux PME innovantes et aux valeurs de croissance (cas de la fermeture du *Neuer Markt*<sup>8</sup> et du *Nasdaq Allemagne* en Allemagne, du *Nasdaq Europe* et du *Nasdaq Japan*). Le marché financier français semble moins sujet à ces évolutions, même si le financement de l'innovation a connu une croissance notable avant de subir une contraction lors de la dépression boursière entamée en 2000, notamment pour les secteurs d'activités technologiques et de télécommunications. En particulier, la création en mars 1996 du Nouveau Marché français, réservé aux valeurs de croissance, ne semble pas avoir élargi de façon durable les sources de financement des PME innovantes.

Une des causes principales de ces phases de valorisation excessive est le mimétisme des investisseurs qui résulte de la perte de repères objectifs de valorisation. Trois éléments principaux d'explication de ce comportement peuvent être avancés :

- la focalisation des investisseurs sur les résultats financiers de court terme (la "norme" de rendement de 15%), qui induit une réactivité excessive des cours aux informations de court terme indépendamment des trajectoires à long terme des entreprises ;

<sup>6</sup>. Les organismes de placement collectifs en valeurs mobilières regroupent les SICAV, les fonds communs de placement (FCP) et les fonds communs de créances.

<sup>7</sup>. À titre d'illustration, la part des actionnaires étrangers dans les entreprises du CAC40, qui était de 10% en 1985, atteindrait en 2003 près de 44% ; cf. "La France s'ouvre de plus en plus aux fonds anglo-saxons", *Le Monde*, 29/07/03.

<sup>8</sup>. Créé à Francfort en 1997, le *Neuer Markt* fut le seul marché de valeurs de croissance qui aurait pu devenir l'équivalent européen du *Nasdaq* américain créé en 1971. Alors que l'indice d'activité du *Neuer Markt* atteignait 9665 points en mars 2000, il s'effondrait à près de 360 points lors de sa fermeture en 2003.

- la généralisation du *benchmarking* et de la gestion indicielle, qui consistent pour un gérant à calquer ses performances et donc ses prises de positions sur un gestionnaire ou un indice de référence ;
- le rôle ambigu des ventes à découvert<sup>9</sup> et des *hedge funds*<sup>10</sup> dans les phases de dépréciation du marché.

Cette polarisation des investissements et des techniques de gestion des risques renforce la volatilité excessive des titres, complique les processus de valorisation à long terme et augmente les coûts de transaction et de garanties pour les actifs peu négociés (diminution de la liquidité). La baisse d'efficacité du marché se traduit par une aversion excessive au risque qui élimine de l'accès aux marchés financiers des PME innovantes dont les résultats ne satisfont pas les exigences de rentabilité certaine à court terme. Cette fragilité du financement des PME par les marchés financiers est renforcée par l'existence de contrats de prêts à coût variable (révision selon des clauses d'indexation contingentes), justifiés *a priori* par la moindre qualité de l'information disponible sur les marchés réservés aux PME et par l'absence de garantie financière à long terme.

Si la libéralisation des marchés financiers a diminué la capacité de la politique monétaire à réguler le volume de crédit distribué, elle peut cependant transmettre aux marchés financiers et au système bancaire une information sur laquelle ils pourront s'appuyer pour former leurs anticipations. La relation peut être qualitative, une politique monétaire crédible pouvant diminuer l'incertitude et la prime de risque, ou quantitative. Ainsi, un gonflement excessif de la masse monétaire favorise la création de bulles sur les marchés financiers ; symétriquement, une politique monétaire restrictive en période de déflation du prix des valeurs mobilières peut fragiliser la valeur du patrimoine détenu par les institutions bancaires et, simultanément, limiter les garanties offertes par de nouveaux emprunteurs. La bulle boursière de la "Nouvelle Economie" a relancé le débat sur le rôle de la politique monétaire comme outil de régulation des marchés financiers<sup>11</sup>. Il semblerait toutefois que sa portée soit limitée, en raison de la capacité d'identification des variations de prix imputables aux seuls facteurs fondamentaux dont devraient disposer les autorités monétaires, difficulté accrue dans le cas des industries à fort progrès technologique ou à forts gains de productivité. De plus, les outils et les objectifs assignés aux autorités monétaires n'incluent pas explicitement le contrôle du prix des actifs financiers. Les seules utilisations de la politique monétaire à cette fin correspondraient aux périodes où le prix des actifs financiers interfèrent de façon significative sur la demande agrégée ou sur la stabilité globale des prix<sup>12</sup>, ou encore si la déflation du prix des actifs financiers risque de déstabiliser le système financier (fonction de prêteur de dernier ressort).

#### **4. Etat actuel et bilan des avantages et inconvénients de la situation française**

L'utilisation systématique de la politique monétaire peut avoir des effets pervers sur le fonctionnement des marchés financiers. Le recours à des procédures comptables et législatives semble plus pertinent pour contenir le caractère procyclique du crédit bancaire, qui risque d'accentuer les phases de récession ou de surchauffe, et les imperfections ou asymétries d'informations sur les marchés financiers. Toutefois, les politiques prudentielles de couverture des risques (provisionnement, diversification) ou de limitation des effets de levier<sup>13</sup>, l'instauration de pratiques comptables ou les exigences de responsabilités juridiques doivent intégrer les caractéristiques du système bancaire et des marchés financiers domestiques, l'attitude des actionnaires, l'ouverture internationale des marchés et l'intensification des mouvements de capitaux entre différentes zones géographiques. Chaque politique nationale des marchés financiers doit en effet valoriser les atouts domestiques dans la concurrence

<sup>9</sup>. Vente d'un actif, emprunté le jour de cette transaction, pour le racheter au comptant au plus tard le jour de sa restitution afin de profiter d'une éventuelle baisse de prix.

<sup>10</sup>. Les *hedge funds* sont des structures de gestion de titres qui utilisent des techniques de gestion alternatives (vente à découvert, produits dérivés, montages complexes), interviennent sur différentes classes d'actifs (taux, devises, actions) et sur différents marchés.

<sup>11</sup>. Q. Wibaut, 2000, "Politique monétaire et prix des actifs : le cas des États-Unis", *Development Economics Research Centre*, Warwick.

<sup>12</sup>. D. Namur, "La Bourse, le marché et l'État", *Les Échos*, rubrique Point de Vue, 19/09/02.

<sup>13</sup>. L'effet de levier consiste à financer l'achat d'actifs financiers risqués essentiellement par l'emprunt, ce qui permet de multiplier le rendement de l'apport initial en fonds propres.

internationale des places financières pour éviter le report des capacités de financement de l'économie domestique vers l'étranger, tout en organisant une surveillance globale des réseaux financiers pour protéger les maillons les plus risqués, notamment les PME et les firmes innovantes. Ceci suggère l'intérêt d'une réglementation et d'une coordination européenne, s'appliquant à l'ensemble des marchés financiers de la zone.

Dans cette optique, les concentrations parallèles des autorités boursières nationales (création de l'Autorité des marchés financiers<sup>14</sup>, issue de la fusion de la COB, du Conseil des Marchés Financiers et du Conseil de Discipline de la Gestion Financière) et des bourses de valeurs européennes (cas d'Euronext, issue de la fusion des bourses de valeurs des Pays-Bas, de la Belgique, de la France et du Portugal) pourraient faciliter l'émergence de règles prudentielles homogènes et d'un contexte législatif renforçant la stabilité globale du système financier européen, tout en laissant une latitude à chaque autorité monétaire nationale. Une nouvelle étape pour la France consisterait à articuler protection des épargnants, actuellement objet prioritaire des organismes de réglementation, avec une politique de marchés financiers spécifiquement dédiée au financement de la recherche et de l'innovation. Il existe actuellement des données structurelles qui devraient faciliter l'émergence d'une politique spécifique et cohérente : maintien de compartiments du marché financier orientés vers les PME en croissance (Second Marché, Nouveau Marché, Marché Libre), prise de conscience de la faiblesse du financement privé, notamment dans les domaines du capital investissement et du capital risque<sup>15</sup>, suivie de plans d'actions européens<sup>16</sup>, existence de structures parapubliques dédiées au financement de l'innovation (SDR, FPCR<sup>17</sup>) et d'aides sous forme de fonds de garanties et de capital investissement à destination des PME (primes à l'aménagement du territoire).

Un des handicaps des marchés continentaux est l'attrait exercé par la place financière de Londres, notamment en raison d'un régime fiscal plus favorable aux plus-values financières réalisées par les sociétés de capital risque. Cette concurrence fiscale est d'autant plus dommageable que les difficultés rencontrées par l'ensemble des marchés européens réservés aux valeurs de croissance semblent confirmer le rôle primordial du capital-risque dans le financement des *start-up*, y compris celles de hautes technologies. En France, la politique publique s'est efforcée de faciliter le drainage de l'épargne publique vers les placements à risque (titres non cotés) avec la création de statuts juridiques proposant un régime fiscal particulièrement attractif : sociétés de capital risque (SCR) et fonds communs de placement à risque (FCPR) dès le milieu des années 1980, puis fonds communs de placement innovation (FCPI<sup>18</sup>) à destination des agents non financiers en 1997. En 2001, le cadre juridique des FCPI a été reconduit pour 5 ans, puis en 2002 leur régime a été élargi à l'ensemble des entreprises ayant leur siège dans un État membre de la Communauté européenne.

Pour soutenir le financement des PME innovantes sur le marché boursier français, Euronext a opté pour une adaptation progressive du Nouveau Marché en 2003. La baisse drastique du volume d'activité sur ce compartiment depuis la bulle boursière de la "Nouvelle Economie"<sup>19</sup> a conduit à plusieurs mesures : durcissement des conditions d'introduction, création d'un compartiment spécial pour les valeurs en difficultés, exigence d'une plus grande transparence dans la communication. Cependant, les intervenants spécialisés redoutent que ces mesures ne conduisent à une dilution progressive du

<sup>14</sup>. Le projet de loi de création de l'Autorité des marchés financiers (AMF) a été adopté au Sénat en première lecture le 20 mars 2003.

<sup>15</sup>. Les fonds investis dans le capital-risque en 2001 ne représentaient que 0,13% du PIB dans l'Europe des 15 et 0,09% du PIB en France, contre 0,42 % du PIB aux Etats-Unis (source : *European Venture Capital Association*).

<sup>16</sup>. La Commission européenne a identifié 6 catégories de barrières à la création de marchés de capital investissement à l'échelle européenne et proposé un plan d'action sur le capital investissement (PACI) ; cf. *Commission européenne*, Rapport 2001 sur le PACI.

<sup>17</sup>. Le fonds public pour le capital-risque (FPCR), géré par la caisse des dépôts et consignations (CDC), a été doté en 1998 de 90 millions d'euros par l'Etat français et de 45 millions d'euros par la Banque européenne d'investissement (BEI). Cette initiative a été relayée en 2000 par le Fonds de promotion pour le capital risque, doté de 150 millions d'euros à part égale entre l'Etat, le fonds européen d'investissement et la CDC.

<sup>18</sup>. En dépit de la baisse globale des investissements en capital-risque depuis 2000, le succès des FCPI en fait un vecteur croissant du financement du capital risque ; cf. *La Tribune*, 29/09/03. Pour une présentation des SCR, des FCPR et des FCPI, voir Annexe 1.

<sup>19</sup>. Alors que l'indice d'activité du Nouveau Marché est monté à un pic de 7481 points le 10 mars 2000, il évoluait en septembre 2003 dans une fourchette entre 600 et 650 points. Le nombre de nouvelles introductions sur le Nouveau Marché s'est effondré à 2 en 2002, puis 0 en 2003.

Nouveau Marché dans, d'une part, le Second Marché, réservé aux PME ayant déjà fait preuve de leur stabilité financière et, d'autre part le Marché Libre, compartiment spéculatif où risquent d'être reléguées les valeurs de croissance<sup>20</sup>. Or, l'existence d'un large marché des valeurs de croissance semble être elle-même une condition de développement du capital-risque. Ainsi, aux Etats-Unis<sup>21</sup>, la liquidité des investissements du *venture capitalism* est assurée par les premières introductions en bourse (*Initial Public Offering*) sur le *Nasdaq*, compartiment réservé aux affaires de croissance, ce qui permet de réinvestir dans de nouveaux projets. De même, les *start-up* bien cotées peuvent réaliser une plus-value importante lors d'une introduction en bourse pour financer d'autres projets. Inversement, les cessions sont rendues plus difficiles en phase de dépression boursière<sup>22</sup>. L'absence d'articulation entre différents compartiments peut donc créer des trous dans la chaîne de financement des PME innovantes.

Enfin, sur le plan réglementaire, si le statut de l'AMF (autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale) lui assure l'autonomie financière, l'indépendance par rapport aux administrations centrales et la capacité d'un pouvoir de sanction, sa création s'inscrit dans un contexte caractérisé par une crise de confiance sur l'information financière et les modalités de contrôle des comptes. De plus, la législation actuelle des marchés financiers date de 1996 et apparaît de moins en moins adaptée à un secteur financier en rapide évolution. En particulier, si l'AMF apporte une nouvelle cohérence en fusionnant différentes autorités, elle reste cantonnée à la régulation des seuls marchés financiers. Plusieurs autres pays européens (Allemagne, Grande-Bretagne, Norvège) ont préféré une solution intersectorielle, en fusionnant les autorités boursières et bancaires, ou bien les autorités financières et celles en charge des assurances<sup>23</sup>. La logique sous-jacente adoptée par ces pays est la création d'un organisme de régulation pour chaque risque couru quelque soit le secteur concerné, à la différence de celle adoptée par la France qui a institué un régulateur pour chaque secteur couvert. Or, dans ce dernier cas, le cloisonnement des organismes de régulation peut freiner l'articulation des différents modes de financement de l'innovation.

## **5. Prospective : hypothèses d'évolution sur les 20 prochaines années**

Elle peut être esquissée à travers deux dimensions : d'une part, la définition d'une politique des marchés financiers au service de la recherche et de l'innovation, compte tenu de la nature spécifique de l'investissement et des acteurs productifs concernés ; d'autre part, les scénarios prospectifs selon le niveau de coordination entre les différentes instances régulatrices et les outils mis en œuvre.

### **5.1. Définir une politique des marchés financiers au service de la recherche et de l'innovation**

Deux caractéristiques essentielles du financement de l'innovation conditionnent la définition d'une politique des marchés financiers :

- le financement de l'innovation est par essence risqué. La politique des marchés financiers doit inciter suffisamment les intermédiaires financiers à la prise de risque, sans pour autant motiver des positions de pure spéculation. La régulation du prix des actifs financiers doit établir les conditions d'un équilibre pour éviter la formation de bulles de valorisation excessive sur les marchés, tout en laissant la possibilité d'une forte plus-value aux agents finançant la recherche et l'innovation, éventuellement par des instruments fiscaux ;
- le financement de l'innovation fait plus fréquemment défaut aux PME qu'aux grandes entreprises, *a fortiori* aux PME à structure actionnariale familiale. Cependant, le retrait relatif de l'État comme ordonnateur de grands programmes technologiques et le rôle d'entraînement des grands groupes ne

<sup>20</sup>. Cette évolution pressentie correspond à celle officiellement retenue par les autorités allemandes, qui envisagent de fonder le *Neuer Markt* dans le marché des valeurs moyennes puis de le scinder en deux compartiments (domestique et international).

<sup>21</sup>. Le marché américain du capital risque est près de quatre fois supérieur à celui de l'Europe des 15 (source : EVCA).

<sup>22</sup>. En France, les cessions sont tombées de 12,5 à 8,1 milliards d'euros de 2001 à 2002, alors que les IPO ne représentaient que 1,1% du total des introductions en 2002 (source : Association Française des Investisseurs en Capital).

<sup>23</sup>. B. Ferrandon, 2003, "Concurrence et régulation des marchés", *Cahiers Français*, n°313, mars-avril, Paris : La Documentation Française.

doit pas réduire la politique des marchés financiers au financement de la recherche et de l'innovation des seules PME.

Le financement de la recherche et de l'innovation ne se cantonne donc pas au seul capital risque à destination des *start-up*. Une vision plus large d'une politique des marchés financiers doit inciter les agents à raisonner en termes d'arbitrage entre différentes formes d'investissements, notamment en rendant viables ces arbitrages pour des agents d'aversion au risque différenciée. Ceci suppose qu'il existe plusieurs compartiments de marchés suffisamment souples (plus que le premier marché) pour laisser la perspective aux investisseurs de réaliser des plus-values conséquentes en cas de prise de risque importante, tout en étant suffisamment réglementés et transparents pour limiter la formation de bulles spéculatives. Ces compartiments doivent être suffisamment différenciés, en termes de risque et de rendement, pour qu'il ne s'exerce pas de concurrence excessive entre eux (qui présentent un rendement équivalent pour un risque inférieur) et offrir une large palette à différents profils d'investisseurs. Leur articulation semble cependant un élément essentiel de stabilité.

Ceci suppose que les compartiments de cotation restent spécifiques sans être hypertrophiés : cotations au premier marché, au second marché, au marché libre et obligations d'état doivent coexister en évitant l'existence d'une rente différentielle aisée sur un seul d'entre eux. En particulier, l'État doit veiller à un équilibre budgétaire minimal pour éviter l'apparition d'effet d'éviction des titres risqués au bénéfice des seules obligations d'état. Il faut enfin intégrer la structure du système bancaire et d'intermédiation financière : une banque commerciale ne saurait avoir la même attitude envers le risque qu'une société de capital risque ou que des intervenants sur le nouveau marché. La forme d'intermédiation financière (bancaire ou de marché) et la différenciation des statuts influent sur la capacité à disposer de capitaux à investir et il importe de ne pas favoriser excessivement un agent prêteur et un type de prêt afin que les ressources ne soient pas captées par une seule catégorie d'emprunteur (système d'intermédiation fluide, pas tourné uniquement vers les grandes entreprises, mais aussi adapté à orienter les ressources vers les PME innovantes).

## 5.2. Les scénarios prospectifs

Plusieurs scénarios prospectifs peuvent être esquissés, selon le degré de coopération entre les différents niveaux de régulation institutionnels et privés :

- *Hypothèse 1* : l'absence de politique spécifique des marchés financiers, le seul encadrement étant opéré via la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne. Ce cas n'apporte pas de changement majeur dans le financement de l'innovation, notamment en raison de la complexité de la relation entre politique monétaire et valorisation des marchés financiers. De plus, il n'intègre pas les retards ou avances spécifiques à certains pays européens dans le financement de l'innovation ;
- *Hypothèse 2* : il existe une politique spécifique des marchés financiers, nationale et non coordonnée au niveau européen. Compte tenu de la libre circulation des capitaux en Europe, il est probable que des effets de déports s'opèrent vers les pays offrant la rentabilité financière la plus élevée sur la base de caractéristiques fiscales plus avantageuses, indépendamment de la rentabilité productive des projets à financer ;
- *Hypothèse 3* : il existe une politique spécifique des marchés financiers, nationale et coordonnée au niveau européen. Les effets de déports sont limités au sein de la zone euro, celle-ci, ainsi que la France par retombée, bénéficie au niveau global d'une politique des marchés financiers en faveur du financement de la recherche. Cependant, l'absence d'articulation avec les autres domaines de la politique économique et le comportement d'instances professionnelles de régulation limitent le rapport rendement/risque après impôts des activités risquées et laissent des opportunités d'arbitrage au détriment du financement de la recherche ;
- *Hypothèse 4* : il existe une politique spécifique des marchés financiers, nationale, coordonnée au niveau européen et articulée avec les autres domaines de la politique publique (politique monétaire, fiscalité, règles prudentielles) et les organismes privés de régulation (instances comptables). Des programmes de commandes publiques vers les PME des secteurs innovants sont mis en place au niveau national et européen pour rendre solvables leurs activités, afin d'amorcer des financements par les marchés financiers. Les normes comptables et les règles prudentielles des intermédiaires financiers sont adaptées pour intégrer le caractère spécifique de chaque type d'investissements. Les systèmes fiscaux et juridiques favorisent l'épargne longue, les montages de



## **6. Principaux acteurs concernés, notamment par les hypothèses de changement**

- les groupes de concertation de place, relatif à un problème isolé et précis, réunissant l'ensemble des acteurs, nationaux, européens, publics et privés
- sous la tutelle des autorités monétaires, les comités de pilotage et les groupes de suivi technique pour fixer les modalités pratiques des réformes et en assurer la mise en place
- les autorités monétaires nationales, les ministères de l'Economie, la Banque Centrale Européenne
- les bourses de valeurs domestiques et européennes
- les professions comptables et financières, notamment les sociétés de capital risque
- les autorités fiscales
- les ministères de l'industrie et de la Recherche
- l'Europe (fonds de développement et de solidarité envers les régions défavorisées, services industriels et d'innovation)

Auteur : Dominique Namur

Nota : la variable décrite dans cette fiche était référencée « E-24 » lors de la consultation de juillet-août 2003.

**ANNEXE 1***Les statuts fiscaux des placements à risque en France<sup>24</sup>**SCR : Société de capital risque*

Société anonyme créée par la loi du 12 juillet 1985 visant à encourager le financement de sociétés non cotées et bénéficiant pour ce faire de la transparence fiscale pour les opérations de capital investissement qu'elle réalise : l'imposition est reportée sur les actionnaires à qui ces revenus sont reversés, ce qui évite une double imposition. C'est la première structure juridique en France à aménager la transparence fiscale à fin d'encourager le capital investissement. La SCR est pénalisée par des règles comptables compliquées, visant à isoler les revenus issus d'activités autre que le capital investissement (dépôts, prêts, contrats à terme), pour les soumettre à un régime fiscal séparé. Le FCPR a largement supplanté la SCR.

Sa situation nette comptable doit être présentée de façon constante à concurrence de 50% des parts, actions, obligations convertibles, titres participatifs ou certificats d'investissement émis par des sociétés ayant leur siège dans un Etat de l'Union Européenne, non cotées sur un marché réglementé, exerçant une activité industrielle ou commerciale et soumises à l'impôt sur les sociétés.

Une SCR ne peut détenir en titres d'une même société plus de 25% de son capital. Elle ne peut servir d'instrument de contrôle à un groupe (aucun actionnaire direct ou indirect ne peut détenir 40% des droits de vote).

*FCPR : Fonds Communs de Placement à Risque*

Créés par la loi du 3 janvier 1983, les FCPR ont pour but de favoriser le financement du non coté par les particuliers, à travers un régime juridique et fiscal incitatif. L'actif d'un FCPR doit être composé pour 50% au moins de sociétés européennes non cotées (ou cotées au seul Nouveau Marché). Les FCPR et leurs souscripteurs bénéficient d'avantages fiscaux : la transparence fiscale fait que le FCPR, qui n'a pas de personnalité juridique, n'est pas soumis à l'impôt ; les revenus (plus-values et dividendes) perçus par le souscripteur et provenant de parts de FCPR conservées cinq ans sont exonérés d'impôts.

Le fonds doit être géré par un organisme agréé (banque) qui détiendra un quantum de parts. Le calcul de la valeur liquidative s'effectue sous le contrôle d'un commissaire aux comptes. Les types d'interventions sont limitées par la réglementation (pas d'intervention en compte courant ou sous forme de prêt à plus de deux ans).

*FCPI : Fonds Communs de Placement dans l'Innovation*

Créés par la loi du 30 décembre 1996, les FCPI sont une sous catégorie de FCPR destinés à favoriser le financement de l'innovation industrielle. L'actif d'un FCPI doit être composé pour 60% au moins d'actions de sociétés françaises dites " innovantes ", non cotées ou cotées sur le Nouveau Marché<sup>25</sup>. Une entreprise est " innovante " si elle a été reconnue comme telle par l'ANVAR, ou encore si elle consacre au moins 33% de son chiffre d'affaires à la recherche/développement. Les FCPI et leurs souscripteurs bénéficient d'avantages fiscaux : la transparence fiscale fait que le FCPI, qui n'a pas de personnalité juridique, n'est pas soumis à l'impôt. Pour le souscripteur, le placement initial est partiellement déductible de l'assiette de l'impôt sur le revenu, à concurrence de 25%, et dans une limite de 75.000FF par personne (ou 150.000FF/couple) ; les revenus (plus-values et dividendes) perçus par le souscripteur et provenant de parts de FCPI conservées cinq ans sont exonérés d'impôts.

<sup>24</sup>. Source : 123 Venture.

<sup>25</sup> Cf. *La Tribune*, 26/09/03, p.58.