HAL open science

Variété de capitalisme et financement de l'innovation

Sandrine Michel, Christian Poncet

To cite this version:

Sandrine Michel, Christian Poncet. Variété de capitalisme et financement de l'innovation : Une comparaison Europe / Etats-Unis dans le cas des petites entreprises innovantes. 3ème colloque de l'Association Française d'Economie Politique, Bordeaux, 1-3 juillet, 2013, Bordeaux, France. pp.1-23. hal-02911884

HAL Id: hal-02911884

https://hal.science/hal-02911884

Submitted on 19 Nov 2020

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - NoDerivatives 4.0 International License

3ème Colloque de l'AFEP
L'économie politique, science sociale et/ou outil de politique économique
Bordeaux, 3-5 juillet 2013

Variétés du capitalisme et financement de l'innovation
Une comparaison Europe – Etats-Unis sur le cas des petites entreprises innovantes

Sandrine MICHEL, Christian PONCET[1]
ART-Dev UMR 5281 – Université Montpellier 1

Résumé

La dynamique de l'innovation est liée aux financements mobilisés pour accompagner le développement des petites entreprises innovantes mais elle dépend également des caractéristiques institutionnelles d'une économie. Les différents types de capitalisme, proposés par les économistes de la régulation, en fournissent un cadre. En mettant en évidence la relation entre le type dominant de capitalisme et les modalités de gestion retenues pour le financement de ces entreprises innovantes, cette communication vise à apporter un éclairage particulier sur les différences observées entre les États-Unis et de nombreux pays européens. Ces différences reposent sur l'appréciation et la gestion des risques au sein des types de capitalisme. Lorsque la régulation financière s'opère à travers les marchés (*market-based*), comme aux Etats-Unis, la concordance entre le contexte institutionnel et le capital-risque explique certainement le succès du financement des petites entreprises innovantes. En effet, le risque financier n'y est pas supporté par un opérateur mais est, au contraire, dilué sur un grand nombre d'agents intervenant sur différents marchés avec des outils financiers appropriés. En revanche, dans un environnement où les pouvoirs publics jouent un rôle majeur dans la régulation économique (nombreux pays d'Europe continentale), où les banques occupent une place prépondérante dans la régulation financière (*bank-based)* quels résultats peuvent produire les opérations en capital-risque ? Dans le modèle *bank-based*, les réseaux traditionnels du financement de l'économie sont-ils compatibles avec la gestion des investissements en capital-risque ?
L'efficacité comparée des deux modèles montre que si le financement privé de l'innovation privilégie le capital-risque, la logique de construction et d'implication des fonds se trouve fortement ancrée dans l'environnement qui les a générés. La transplantation des formes de financement par le capital-risque dans un contexte *bank-based* conduit à des résultats quelque peu ambigus. Le territoire apparaît alors comme l'une des clés de la dynamique institutionnelle supportant le processus d'innovation.

[1] Sandrine.Michel@univ-montp1.fr et christian.poncet@univ-montp1.fr

TRAVAIL EN COURS – MERCI DE NE PAS CITER

Introduction

La dynamique de l'innovation est intimement liée aux capacités financières, mobilisées au sein des modèles économiques, pour accompagner le développement des petites entreprises innovantes. Cette mobilisation ne se limite pas aux seuls aspects financiers. Elle touche également la collecte de l'épargne, la gestion des fonds, les politiques publiques mais aussi les choix qui s'opèrent en matière d'investissement. Globalement, les modèles de financement de l'innovation se fondent sur les caractéristiques institutionnelles d'une économie, qui constituent un cadre dans lequel s'inscrivent les comportements des acteurs. La typologie des formes de capitalismes, proposée par les économistes de la régulation, s'appuie sur les caractéristiques des principales formes institutionnelles influant sur le mode de régulation de l'économie (Amable, 2005). La dimension institutionnelle devient ainsi le prolongement d'une construction historique, avec ses apprentissages et les compromis établis entre acteurs, tout autant qu'elle façonne le contexte dans lequel se déploient les processus d'innovation (Hall & Soskice, 2001). Si les changements qui s'opèrent dans cet environnement institutionnel s'inscrivent dans le temps long, les modalités de financement de l'innovation évoluent selon des enjeux de plus court terme (économiques, politiques et sociaux) que dessinent les produits et les procédés innovants. Un décalage apparaît ainsi entre le rythme de transformation des institutions et les besoins immédiats que suscite le processus d'innovation en termes de financement.

En mettant en évidence la relation entre le type dominant de capitalisme et les modalités de gestion retenues pour le financement de ces entreprises, cette communication vise à apporter un éclairage particulier sur les différences observées entre les États-Unis et de nombreux pays européens. Ces différences reposent sur l'appréciation et la gestion des risques au sein des types de capitalisme. Lorsque la régulation financière s'opère à travers les marchés (*market-based*), comme aux États-unis, la concordance entre le contexte institutionnel et le capital-risque explique certainement le succès du financement des petites entreprises innovantes. En effet, le risque n'y est pas supporté par un opérateur mais est, au contraire, dilué sur un grand nombre d'agents intervenant sur différents marchés avec des outils financiers appropriés. En revanche, dans un environnement où les pouvoirs publics jouent un rôle majeur dans la régulation économique (nombreux pays d'Europe continentale), où les banques occupent une place prépondérante dans la régulation financière (*bank-based)* quels résultats peuvent produire les opérations en capital-risque ? Les réseaux traditionnels du financement de l'économie dans le modèle *bank-based*, sont-ils compatibles avec la gestion des investissements en capital-risque ?

L'efficacité comparée des deux modèles montre que si le financement privé de l'innovation privilégie le capital-risque, la logique de construction et d'implication des fonds se trouve fortement ancrée dans l'environnement qui les a générés. La transplantation des formes de financement par le capital-risque dans un contexte *bank-based* conduit à des résultats quelque peu ambigus. Le territoire apparaît alors comme l'une des clés de la dynamique institutionnelle supportant le processus d'innovation.

Cette forte dimension territoriale est généralement interprétée de deux manières : soit la territorialisation de l'activité de ces petites entreprises s'explique par la faible mobilité de leurs facteurs de production, les incitant à faire du territoire un facteur endogène de leurs performances ; soit leur territorialisation résulterait d'une mise en concurrence des territoires. Dans ce cas, certains d'entre eux, du fait de leurs ressources et de la qualité de leurs arrangements productifs, seraient sélectionnés.

Cette seconde approche paraît pouvoir être complétées. Pour caractériser la dynamique des petites entreprises innovantes, il est en effet possible de dégager, par type de pays, des éléments semblables mais diversement arrangés d'un point de vue institutionnel. La combinaison institutionnelle est ici le vecteur par lequel se réalise la performance économique dans le sens où les institutions expriment un compromis politique suffisamment stable pour que les acteurs puissent y construire leur stratégie. La dynamique de l'innovation devient alors clairement le produit de formes institutionnelles qui collaborent de manière différenciée au sein de formes diverses du capitalisme, caractérisées par leur mode de régulation. Le territoire est alors construit par cette dynamique institutionnelle mais il se présente lui-même comme un élément actif de la diversité des modèles. La performance économique intervient alors en interaction avec la performance territoriale pour expliquer un processus d'innovation vertueux.

I] Le financement des petites entreprises innovantes, inséré dans les modes de régulation.

Ce travail étudie la dynamique comparée des petites entreprises innovantes dans deux types de capitalisme : le capitalisme fondé sur le marché (EU) et le capitalisme européen continental (Amable 2005). Les formes institutionnelles concernées sont le système de financement et en particulier, la gestion du risque, les formes de la concurrence et l'intervention publique.

Tableau 1. Les formes institutionnelles dans les deux types de capitalisme

	Capitalisme fondé sur le marché	Capitalisme européen continental
Concurrence	Grande importance de l'importance de la concurrence par les prix ; Coordination par les signaux prix du marché ; Ouverture à la concurrence et à l'investissement étrangers .	Concurrence par la qualité plus élevée que concurrence par les prix ; Coordination hors prix relativement forte ; Protection faible contre les firmes et l'investissement étrangers
Secteur financier	Forte protection des actionnaires minoritaires, Faible concentration de la propriété ; Grande importance des investisseurs institutionnels (gestionnaires de fonds) ; Marché actif pour le contrôle d'entreprise ; Forte sophistication des marchés financiers ; Développement du capital-risque.	Protection faible des actionnaires extérieurs ; Forte concentration de la propriété ; Grande importance des investisseurs institutionnels (action publique et banque) ; Aucun marché actif pour le contrôle d'entreprise ; Faible sophistication des marchés financiers ; Développement modéré du capital-risque ; Importance des banques dans le financement des firmes
Intervention publique	Marché des produits : neutralité de l'Etat sur le marché des produits Secteur financier : le financement public aide indirectement à l'activité	Marché des produits : engagement des autorités publiques Secteur financier : le financement public soutien directement l'activité, bien que cette modalité soit en recul

Amable (2005) : 137-138 et compléments des auteurs.

1) Les formes de capitalisme au regard du financement des petites entreprises innovantes : bank-based *versus* market based

L'innovation est par nature un processus risqué et coûteux, caractérisé par des besoins en capital croissants en fonction de son degré de maturité. Elle est supportée par un système financier qui va avoir pour fonction de gérer et d'allouer le risque qu'elle représente tout au long du processus. La gestion du risque lié à l'innovation pour les petites entreprises innovantes suppose une organisation spécifique. La complémentarité institutionnelle, définie comme la mise en commun de caractéristiques centrales au sein de multiples institutions, chacune tournée vers la stabilisation de conflits, va répondre à cet objectif :

- Pour le capitalisme de marché, décentralisation, réactivité et court terme face aux signaux prix émis par le régime de concurrence ;
- Pour le capitalisme européen continental, centralisation relative dans un régime de concurrence contrôlé par une intervention publique préoccupée par le long terme.

Tableau 2. Complémentarités institutionnelles au sein des deux types de capitalisme

	Concurrence	Système financier
Capitalisme fondé sur le marché	La pression de marchés concurrentiels fait que les firmes souhaitent des marchés financiers réagissant rapidement	Des marchés financiers sophistiqués permettent une réaction rapide aux nouveaux marchés et favorisent le dynamisme industriel
	Financement « Market based » : La petite entreprise innovante intéresse des fonds de capital-risque, dont l'existence même découle de celle de fonds financiers, anciens et nombreux, cherchant des valorisations dans des opérations de financement de l'économie réelle : la prise de risque est associée à une rémunération avantageuse avec un système financier alliant une information robuste sur les activités grâce à leur territorialisation et l'incertitude à travers une gestion décentralisée du risque.	
Capitalisme européen continental	La pression concurrentielle modérée permet l'établissement de relations finance-industrie stables + défiance bancaire à l'égard des petites entreprises	L'absence de contraintes à court terme permet des stratégies à long terme : capitalisme de grands projets industriels + orientations & interventions publiques
	Financement « Bank based » La faiblesse de fonds de capital-risque renvoie les petites entreprises innovantes vers les banques. Celles-ci, dans le calcul risque/rémunération, font intervenir des critères prudentiels, renforcés d'une part par des relations finance-industrie stables et d'autre part par la concurrence entre banques. La difficulté du financement des petites entreprises facilite et justifie l'intervention publique. Cette dernière va « valider » les projets d'innovation porter par les petites entreprises et pour cela créer des fonds de concours spécifique et/ou s'engager comme garant auprès des banques.	

Amable 2005 : 140-141+147-148 et complément des auteurs.

Il en ressort que les complémentarités institutionnelles vont se déployer selon des formes d'organisation spécifiques aux deux types de capitalisme considérés :

- Dans le cadre du capitalisme de marché :
    - Le territoire est premier. Il est construit par l'interaction de petites entreprises innovantes dont l'activité, repérée par des opérateurs financiers, va donner lieu

à la densification d'interrelations locales cherchant à valoriser les spécificités du territoire comme autant d'avantages comparatifs, parfaitement identifiables pour tout acteur financier et industriel en situation de choix d'investissement.
    - Le processus d'innovation est généré par la dynamique territoriale. Il est porté par les petites entreprises innovantes. Il va s'inscrire dans une démarche principalement **bottom up** où la stratégie et le soutien à l'innovation vont procéder d'une grande décentralisation des acteurs agissant en univers incertain mais partageant une information avancée du fait de la territorialisation de l'activité. Les pouvoirs publics interviennent sous la forme d'une aide publique constituant un effet de levier pour le capital-risque ;
    - La forme d'organisation représentative est ici le **cluster**.
- Dans le cadre du capitalisme européen continental :
    - Le processus d'innovation est premier. Il procèdera davantage d'une démarche **top-down** où l'initiative et l'animation reviennent aux pouvoirs publics par le biais de politiques incitatives ;
    - Le territoire des petites entreprises innovantes est « désigné » par les pouvoirs publics, sur la base de dotations initiales mais également de critères externes (administratifs, de gestion politique) propres aux pouvoirs publics, tels que les dotations foncières, la proximité d'activités sectorisées, les enjeux nationaux…. Les pouvoirs publics vont y concentrer un ensemble de moyens ou favoriser des coopérations pour encourager et soutenir le processus innovatif. La concurrence territoriale, qui peut être forte, se fonde davantage sur les politiques publiques incitatives et leur ampleur que sur les caractéristiques intrinsèques du processus d'innovation porté par les petites entreprises.
    - La forme d'organisation représentative est ici le **pôle de compétitivité**.

2) Les formes de financement, la gestion des risques et leurs conséquences sur les modes de mobilisation des fonds

La particularité du champ examiné ici est qu'il fait l'objet d'un processus d'imitation : face au succès d'exemples américains concernant la territorialisation de l'activité de petites entreprises innovantes, rapidement assimilés à un modèle, les pays européens en ont importé le mode d'organisation. Ce qui revient à se demander si la complémentarité « locale » efficiente, ici, est transposable, là ? Pour traiter cette question les deux vecteurs de performance repérés, doivent être envisagées conjointement : la performance économique et la performance territoriale, puisque les exemples de réussite relève clairement de leur combinaison.

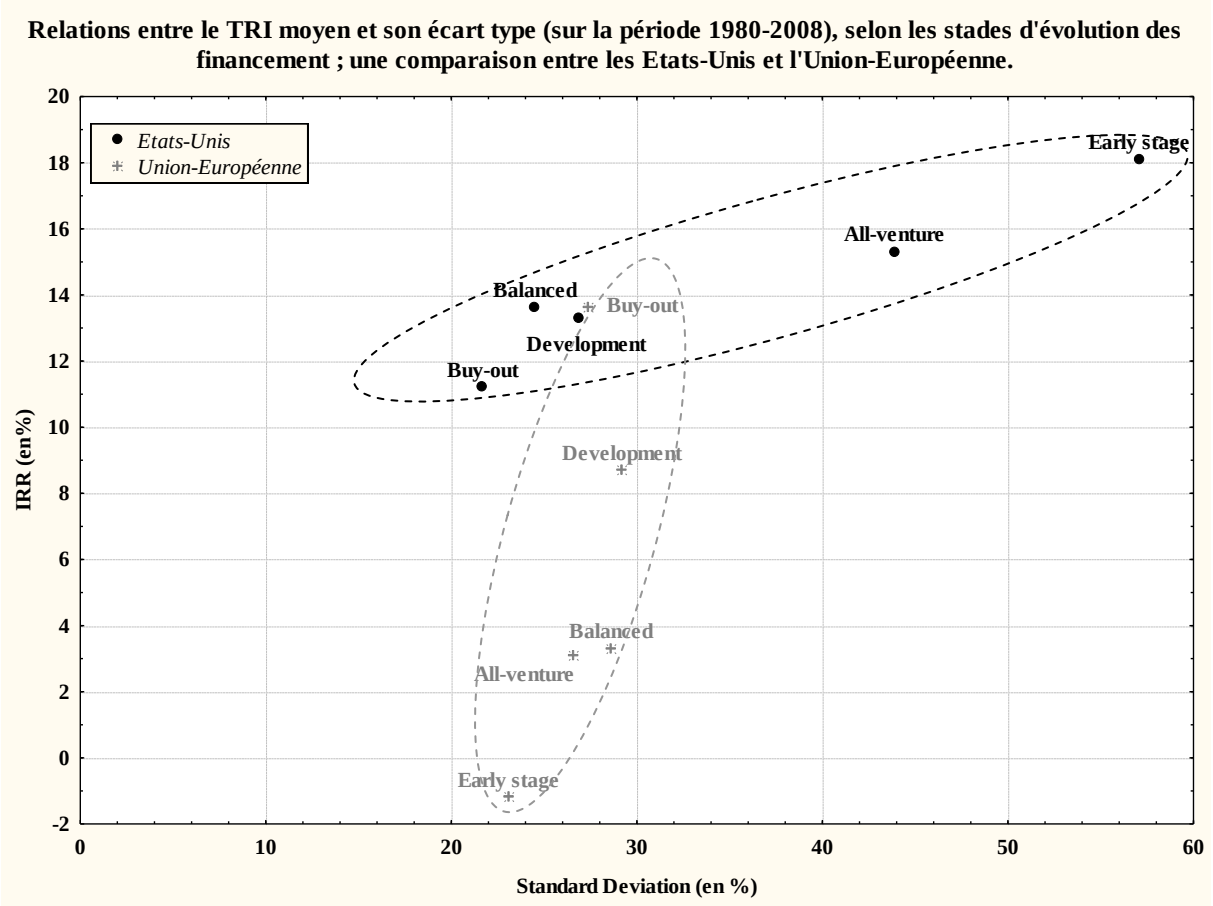
Performances économiques :
- Recherche / entreprise
- Mobilisation de fonds
- Patience du capital : arbitrage long terme / rendement
- Réussite de l'innovation
- Agrégation d'autres petites entreprises innovantes

Performances locales
- capacité des acteurs à partager l'information
- capacité d'agrégation de nouveaux acteurs, industriels et financiers

- constitution d'un avantage comparatif local

Combinaison d'institutions / Institutions	Performances éco positives	Performances éco négatives
Performances locales positives	Bottom up Market based	
Performances locales negatives	Top Down Market based	Top Down Banked based

Cette proposition de typologie peut être en partie illustrée par l'analyse suivante.

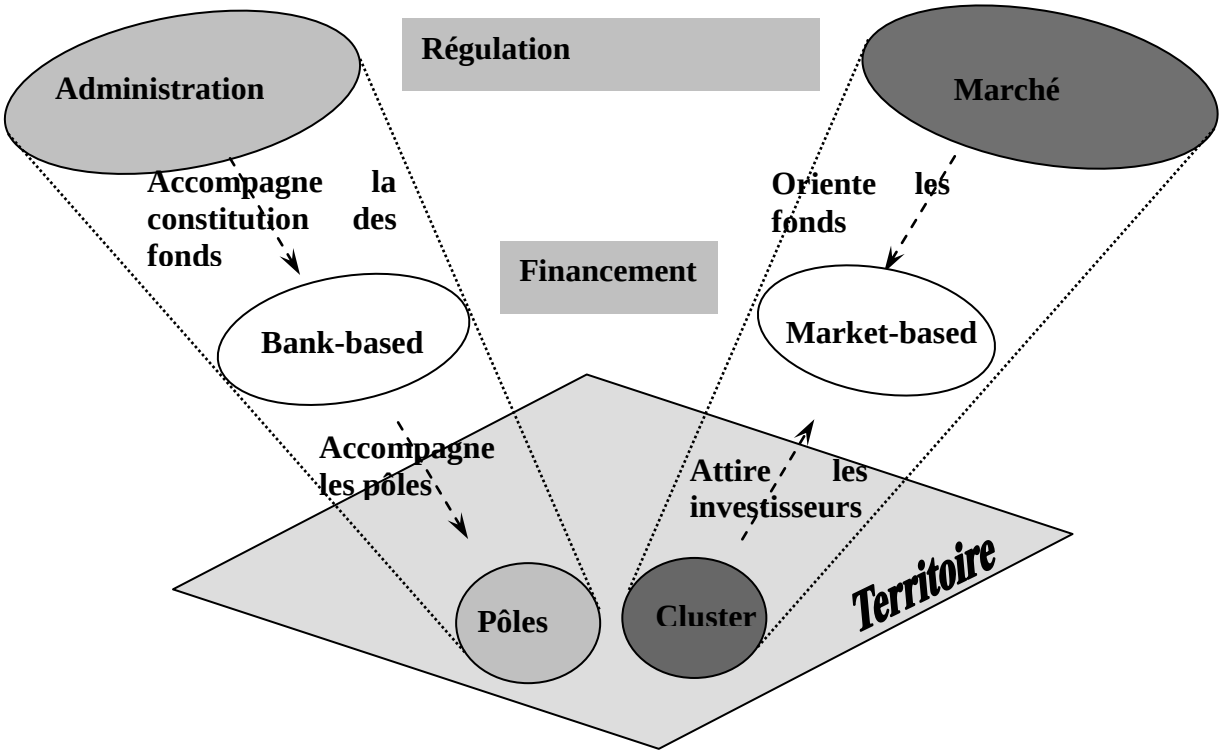


Sources : Figure construite à partir des données Thomson Reuters / NVCA et EVCA

Figure I

Les modèles d'innovation se différencient clairement par les perspectives de rentabilité qu'ils offrent aux investisseurs. Le capitalisme de marché, caractéristique de l'économie nord-américaine, offre d'emblée une rentabilité élevée aux investisseurs, mesurée par le taux de rentabilité interne moyen. Son niveau décroît au fur et à mesure que le processus d'innovation progresse tout en restant supérieur du taux de profit moyen enregistré dans les activités industrielles. La baisse de l'écart type signale un processus de sélection des entreprises innovantes permettant au capital risque de maintenir son calcul risque/rendement et donc

d'assurer financièrement la maturation du processus d'innovation porté par ces petites entreprises.
Le capitalisme de type européen occidental suit un parcours radicalement différent. Le point de départ est même négatif en termes de rentabilité et explique le rôle initiateur des pouvoirs publics pour amorcer le processus d'innovation par leur soutien aux petites entreprises innovantes, via les Fonds Commun de Placement en Innovation (FCPI) ou les Fonds d'Investissement de Proximité (FIP). La contribution des capitaux risqueurs va s'accroître avec la maturité des entreprises portant le processus d'innovation, en liaison directe avec la progression de la rentabilité. Mais, la stabilité de l'écart type signale également un engagement relativement faible et stable des investisseurs dans le financement de ces petites entreprises. Leur engagement apparaît comme une fonction décroissante du risque. Il est en outre relativement faible et souligne la substitution qui s'opère entre eux les pouvoirs publics dans le soutien aux petites entreprises innovantes. Ce qui soulève l'aspect bancaire de la gestion du risque.
La figure II met alors en évidence les différences profondes qui opposent la dynamique des clusters dans le type de capitalisme de marché de celle des pôles dans le type de capitalisme européen continental, plutôt de forme administrée.



La projection des modes de régulation sur la dynamique territoriale au travers des modalités de financement des projets innovants dans les clusters

Figure II

Le financement des investissements va discriminer les dynamiques territoriales d'innovation en cela que les capitaux disponibles vont être incités, ou non, à aller soutenir des dynamiques locales.

En effet, dans le cas du capitalisme de marché, l'attrait territorial pour les capitaux risqués est lié à la densité d'une activité d'innovation, repérable par les marchés financiers. Cette densité initiale attire les capitaux qui vont y chercher des placements rémunérateurs et, ce faisant, font de la dynamique territorialisée d'innovation la principale justification de leur engagement. Le marché ici opère une allocation de ressources selon des canaux relativement traditionnels. Ce qui ne doit cependant pas être négligé c'est que la constitution de fonds découle d'une position des pouvoirs publics. En particulier l'absence de financement public ou socialisé de la protection sociale encourage la constitution de fonds, qui de ce fait, sont disponibles et à la recherche de placement rémunérateurs. Le mode de régulation, qui articule l'ensemble des formes institutionnelles concernées, est bien la racine du financement de l'innovation. Ce mode de financement de l'innovation bénéficie en outre de processus d'apprentissage qui ont pu se déployer sur des temps assez longs et, à cette occasion, roder des formes d'articulation efficaces car graduées entre le territoire et les financeurs. Ces derniers ont en effet mis au point des procédures de tests pour le soutien aux petites entreprises innovantes sous forme de localisation d'établissements qui, si elles s'avèrent pertinentes, sont ensuite transformées en localisation de fonds : les financeurs échelonnent leur participation en fonction de leur connaissance du processus d'innovation : leur installation au cœur des lieux qui réalisent l'innovation leur permet d'acquérir une information précise du processus leur permettant d'arbitrer au plus près les risques représentés par leur implication financière.

La configuration est tout à fait différente pour le type de capitalisme européen occidental. Dans ce cas, l'implication de fonds risqués dans le financement de l'innovation n'est pas spontanée. Elle dépend au contraire des incitations développées par les pouvoirs publics à travers leur propre implication financière ou par des politiques fiscales. Cette situation découle de deux éléments. D'une part, le territoire n'est pas le produit d'une dynamique locale de l'innovation. Il est au contraire désigné par les pouvoirs publics qui vont associer à cette désignation des dispositifs financiers incitatifs. Au fur et à mesure que le risque financier associé au soutien de l'innovation décroît, les financeurs privés vont s'associer aux financements publics. D'autre part, le risque associé au financement bancaire de l'activité des entreprises est clairement défavorable aux petites entreprises. Ce point résulte, dans ce cas également, du mode de régulation dans la mesure où le financement des entreprises est assuré par les banques. Ici aussi la mémoire longue du mode de régulation intervient. En effet, le financement bank-based a privilégié au cours du temps le financement des grandes entreprises. Les banques y ont acquis une expertise sectorielle des activités et des risques. La connaissance bancaire locale des activités est réelle mais relève d'établissements qui n'ont pas la possibilités de financer les besoins des petites entreprises innovantes parce que d'une part elles ne disposent pas des fonds et doivent se les procurer à un niveau supérieur de leur groupe bancaire, généralement engagés ailleurs, et que d'autre part, l'intermédiation financière locale permettant d'engager une épargne locale dans des projets industriels locaux n'existe pas. Les causes de l'absence de financeurs privés de l'innovation ayant des causes structurelles, les pouvoirs publics vont prendre en charge le processus. Les initiatives publiques se déploient dans des territoires désignés faisant intervenir de multiples acteurs publics. Ces derniers, par l'ampleur des mises de fonds, mettent les territoires en concurrence dans le cadre de processus top down où les financements publics sont les vitrines des dynamiques territoriales.

II] Le financement des petites entreprises innovantes dans la dynamique des territoires : Une traduction locale des structures de soutien à l'innovation.

Les distinctions dans les modes de régulation qui marquent les variétés de capitalismes et la nature des institutions impliquées, se prolongent donc vers les conditions de financement de l'activité économique. Ainsi, le modèle *market-based*, semble mieux adapté au financement des petites entreprises innovantes, dans la mesure où il autorise une meilleure rémunération des risques. Par sa nature, ce modèle de financement implique également une déconcentration des activités par une sorte d'individualisation, qui se traduit par l'existence d'opérateurs spécialisés et articulés par des marchés spécifiques. Ainsi, là où le financement tend à passer par une intégration verticale des intervenants (les organismes bancaires et les compagnies d'assurance), le modèle *market-based* ventile ces centres de gestion au travers d'opérateurs toujours plus proches des points d'implication (articulation entre *limited partners* et *general partners* par exemple). Dans ces conditions, en considérant que le capital-risque dans le modèle *market-based* trouve les conditions pour une rémunération attractive du risque, et qu'une de ces conditions repose sur un rapprochement des investisseurs vers les projets financés, ce mouvement contribue également à l'émergence de clusters. La dynamique des clusters s'imprègne donc du contexte dans lequel ils évoluent, et ils représentent même une sorte de projection des caractéristiques de ce dernier sur l'espace géographique. Leur dynamique participe ainsi à la construction de territoires, avec plus ou moins de réussite. Dans cette seconde partie, l'accent sera mis sur la relation qui peut se construire entre les formes dominantes de capitalisme et les caractéristiques des clusters qui émergent. La figure II met alors en évidence les différences profondes qui opposent la dynamique des clusters dans les formes marchandes de capitalisme et celle des pôles dans les formes administrées.

1) Les dynamiques locales dans un contexte market based : Le processus de clusterisation

Cette chaîne de financement, qui part de l'existence de fonds d'épargne de taille très importants (fonds de pension par exemple) se retrouve, au fil des marchés,ventilés vers des lieux spécifiques d'investissement. Ce cheminement implique certes une diminution progressive de la taille des fonds, mais surtout il s'accompagne d'une spécialisation des opérateurs au fur et à mesure que le mouvement se rapproche de sa destination (les petites entreprises). Par conséquent la comparaison des deux modèles (*bank-based* et *market-based*) dans le cadre du financement de petites entreprises innovantes, conduit à construire un lien entre les formes de gestion du risque et la nécessaire proximité des investisseurs avec les projets ciblés. De ce point de vue, le modèle *market-based* participe à la dynamique des clusters en instaurant une relation entre la gestion du risque et les enjeux de la proximité ; cette liaison adopte un parcours marqué par trois étapes :

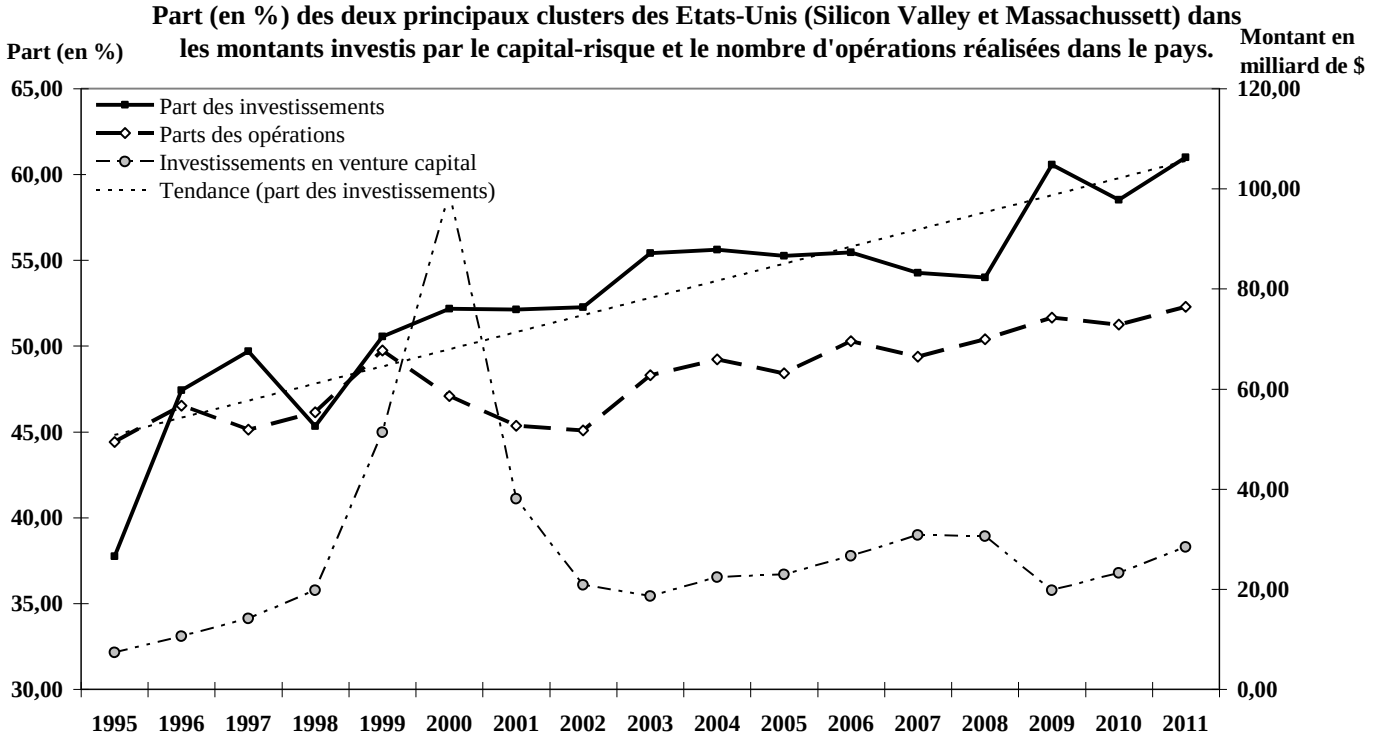
- Des outils de gestion qui conduisent à une meilleure rémunération du risque, en orientant des fonds vers des opérations beaucoup moins assurées d'un point de vue financier. La mise en œuvre de ces outils, élaborés à partir d'un fonctionnement plus global des marchés financiers, permettent de canaliser des flux financier ciblé vers les petites entreprises innovantes. Ces flux aboutissent donc vers des opérateurs (*venture capitalist*) qui, pour atteindre un certain niveau d'efficacité, tendent à se spécialiser dans des champs précis d'activité (activité industrielle, étape de financement). Ainsi, de la constitution de fonds d'épargne à l'émergence de marchés et de produits financiers adaptés, tous ces éléments concourent à établir les

conditions d'une gestion efficiente du risque, et à dégager des fonds importants destinés aux petites entreprises innovantes.

- Les opérateurs étant incités à mettre en œuvre une gestion efficace du risque afin d'attirer d'importants flux financiers, ils doivent alors apporter certaines garanties aux investisseurs potentiels (*limited partners*). Les connaissances qu'ils manifestent dans les activités industrielles ciblées, comme leurs compétences managériales et leur connaissance approfondie des bénéficiaires, participent alors à la construction d'une certaine réputation leur permettant de s'assurer de la confiance des investisseurs. Un élément de reconnaissance de l'opérateur auprès des investisseurs repose notamment sur sa capacité à décrypter le potentiel technique et économique que renferme un projet (capacité d'expertise et d'évaluation des compétences de l'industriel). Pour réunir ces propriétés, l'opérateur en *venture capital* doit donc manifester une proximité géographique certaine avec projet cible, et exprimer une compétence technique et managériale suffisante pour pouvoir peser sur des décisions tout au long du processus d'accompagnement. Ces caractéristiques tendent à relier l'aspect financier que comporte un projet d'entreprise, avec un accompagnement (technique, juridique, managérial…) conduisant ainsi à une réduction sensible des risques encourus.
- La nécessaire proximité géographique entre les opérateurs en *venture capital* et les projets cibles, devient ainsi un axe central pour la conception même des clusters. Un tel rapprochement entre les opérateurs dans le cadre de la gestion du risque, peut justifier l'émergence des clusters conçus comme « un groupe d'entreprises et d'institutions associées dans un champ particulier, géographiquement proches et liées par des attributs communs et des complémentarités. » (Porter 1998, page 226). Par conséquent, le modèle *market-based* permet une ventilation des flux financiers et des opérateurs qui, dans l'exercice de leur activité (gestion du risque), doivent se tenir au plus près des projets ciblés. Cette proximité est souvent amplifiée par les relations que les opérateurs en *venture capital* entretiennent entre eux (syndication) qui en plus d'une forme de mutualisation du risque, leur permet de maintenir une succursale à proximité des lieux d'implantation des petites entreprises innovantes. En ce sens, le modèle *market-based* participe pleinement à un soutien efficace des entreprises innovantes, en amplifiant les arguments liés aux phénomènes de proximité.

Ainsi, le modèle *market-based* dans le cadre du financement de petites entreprises innovantes, assure deux niveaux complémentaires dans la gestion du risque : Le premier financier, par la capacité en amont des marchés financiers à apporter une rémunération attractive pour les risques encourus ; le second de type technico-économique en aval, par la faculté qu'offre le modèle de générer un accompagnement managérial « au plus près » des projets. Il apparaît donc à la base une dynamique autoentretenue dans la construction des clusters qui, à partir de l'accompagnement proposé par les pouvoirs publics, instaure le mouvement *bottom-up* évoqué antérieurement. Si le point de départ dans la construction des clusters se situe souvent autour de grands centres universitaires étasuniens (Stanford, MIT…), les besoins de financement pour les petites entreprises innovantes conduisent des opérateurs en *venture capital* à se rapprocher d'elles. L'arrivée d'investisseurs en capital sur ces terrains révèle la nécessité d'un suivi de proximité afin de pouvoir intervenir directement dans l'évaluation et le suivi des projets. Une telle présence permet aux opérateurs en *venture capital* d'entrer en contact direct avec d'autres projets, et même souvent, à devenir un centre d'attraction pour

d'autres entreprises à fort potentiel de croissance. Cette dynamique participe ainsi au développement de clusters et leur permet de dépasser des seuils de taille, leur permettant de démultiplier les synergies liées à la proximité. Il apparaît ainsi des lieux importants d'attraction pour les entreprises innovantes, les investisseurs en capital, mais également des juristes, des travailleurs hautement qualifiés, etc….. Une telle dynamique se traduit donc par un mouvement autoentretenu qui conduit à une forte concentration des activités autour de ces pôles, et par conséquent des moyens financiers mobilisés. Cette tendance à la concentration apparaît clairement en retenant les deux principaux clusters étasuniens (Silicon Valley et l'état du Massachusetts) qui, qui répondent historiquement le mieux au mouvement *bottom-up* décrit précédemment. Ainsi, ces deux centres concentrent en 2011 plus de 60% des investissements en capital-risque des États-unis, et plus de 50% du nombre des opérations réalisées. En corroborant ce mouvement, la figure III fait en outre ressortir plusieurs tendances concernant les investissements en capital-risque réalisés dans les deux plus importants clusters aux États-unis. D'une part, les montants moyens affectés par opération s'y révèlent plus importants que dans l'ensemble du pays (la part des investissements est supérieure à la part des opérations). Ce résultat exprime à la fois une meilleure gestion du risque (sélection et suivi des projets) et d'une pérennisation des entreprises sur le site (financement prolongé des projets). D'autre part, la comparaison de ces courbes avec celle des montants totaux affectés au venture capital aux États-unis, montre que ces proportions se révèlent peu sensibles aux fluctuations des investissements (dues aux mouvements spéculatifs) et que notamment la chute des investissements liée à la crise de 2008 se traduit par une augmentation des parts des deux clusters. Ces deux phénomènes s'inscrivent parfaitement dans les caractéristiques de la gestion des risques par la proximité des opérateurs décrite précédemment : les entreprises reçoivent en moyenne des soutiens financiers plus importants que dans le reste des États-unis, ce qui constitue un gage de sécurité pour leur croissance ; leur financement semble moins dépendant de la fluctuation des cours observée sur les marchés financiers, ce qui témoigne d'une plus grande confiance que leur soutien inspire aux gestionnaires de fonds d'investissement.

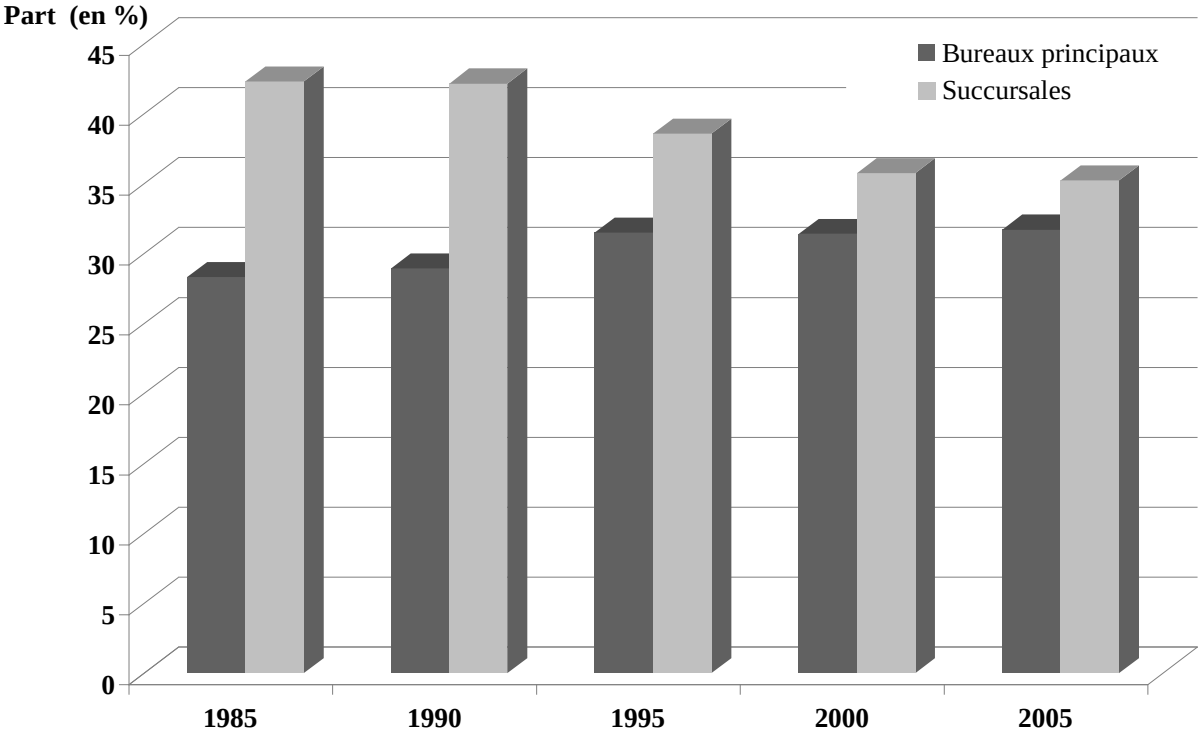


Source : PricewaterhouseCoopers ; National Venture Capital Association ; MoneyTree Report

Figure III

La place des principaux clusters dans le financement des petites entreprises innovantes (aspects financiers), se double donc d'une présence remarquable de ces opérateurs sur les sites. En soulignant que les deux clusters (Silicon Valley et Massachussett) se situent à l'extérieur des grandes places financières traditionnelles aux États-unis, la figure IV met en évidence la répartition des opérateurs sur ces espaces. En d'autres termes, cette figure IV souligne le nombre très important de succursales en 1985 (plus de 40% son implantées sur ces deux sites), qui peu à peu sont remplacées par une proportion toujours plus importante de bureaux principaux. Cette tendance s'opère dans un contexte d'expansion du nombre d'établissements dédiés aux opérations en *venture capital* qui, au niveau national, et entre 1985 et 2005, passent de 385 à 987 pour les bureaux principaux et de 52 à 122 pour les succursales (soit globalement une multiplication par 2,5 sur la période). Ainsi, la proximité des opérateurs en venture capital avec les projets innovants semble s'opérer en deux étapes qui semblent marquer la croissance des clusters : Une première étape dans laquelle cette proximité est assurée par des antennes de sociétés de capital risque (succursales), dont la seule présence sur le terrain témoigne de l'importance des contacts directs développés dans ce type de relations. Une seconde étape durant laquelle ces succursales se transforment en établissements principaux, qui concentrent une activité toujours plus importante (en relation avec la figure IV).

Part des établissements (bureaux principaux et succursales) de venture capitalists implantés dans les deux principaux clusters (Silicon Valley et Massachussett), par rapport à l'ensemble des effectifs recensés aux Etats Unis



Source : Données originalestirées de H. Chen et al. [2010] Journal of Urban Economics n°67 pp 90–102

Figure IV

La présentation de ces quelques résultats met en évidence la place qu'occupent les modalités de financement des petites entreprises innovantes dans le développement des clusters. En particulier, le développement essentiellement endogène du cluster (bottom-up) le positionne comme un lieu d'attraction pour les investisseurs. Or les opérateurs en *venture capital* s'inscrivent comme un prolongement du modèle *market-based*, dans la mesure où ils participent à des stratégies de diversification de portefeuilles en amont. Ils se situent ainsi (en tant que *general partners*) au bout de la chaîne initiée par les fonds d'investissement, et ils ne peuvent eux-mêmes attirer des capitaux que sur la base de la réputation qu'ils acquièrent auprès de ces investisseurs (*limited partners*). Cette réputation s'appuie notamment sur leur capacité d'expertise (bonne connaissance de l'entreprise et de son environnement), et de management des entreprises concernées, et elle ne se construit que dans une relation de proximité entre les divers intervenants. Le phénomène d'attraction que jouent certains clusters pour les investisseurs, permet à ces ensembles de générer une dynamique autoentretenue ce qui maintien les pouvoirs publics dans un rôle d'accompagnateur du mouvement. Cette dynamique produite par certains clusters étasuniens tend alors à générer une recomposition des territoires, par l'émergence de nouveaux espaces qui transcendent les limites administratives (villes ou comtés aux États-unis). De la « Silicon Valley » à la « Route 128 », ces références administratives s'effacent au profit d'une dynamique économique endogène. Les données statistiques tendent alors à ce conformer à cette évolution puisque de nombreux organismes officiels les publient en référence à ces nouveaux territoires. Enfin, les deux clusters retenus dans cette présentation pour les États-unis correspondent aux plus anciens qui représentent une référence lorsque sont évoquées les synergies provoquées par le phénomène de proximité territoriale. Ce caractère pionnier et souvent copié constitue l'archétype du

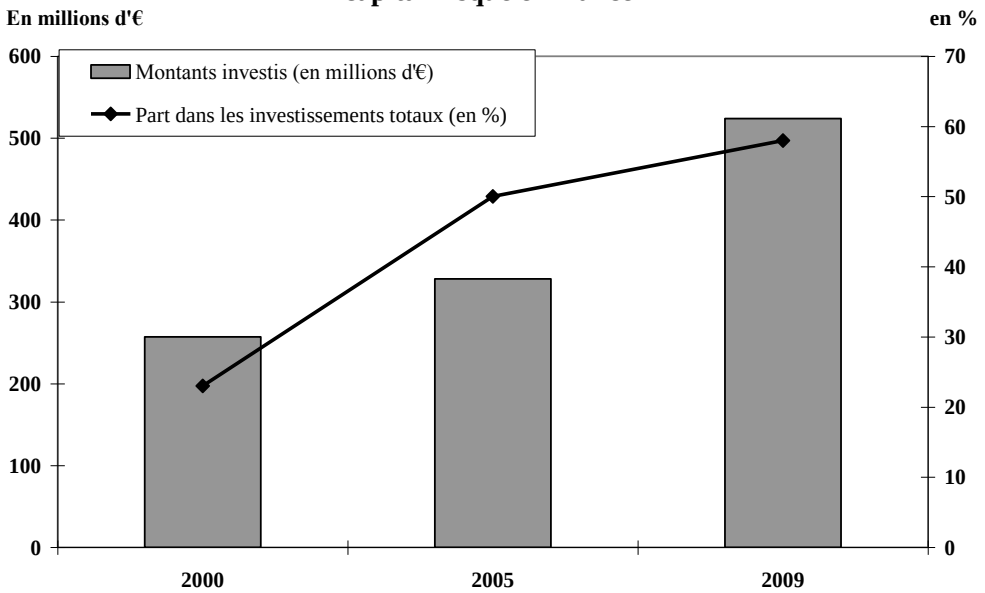
processus *bottom-up* tel qu'il est présenté dans ce travail. Le succès rencontré par ces clusters et la place qu'ils occupent dans l'émergence d'innovations de rupture conduisirent donc de nombreuses instances politiques à mettre en œuvre ces rapprochements afin bénéficier de ces effets de proximité. Or, la domination de l'intervention publique dans cette recherche de la proximité tend à inverser le courant autour duquel s'organise le cluster. La désignation *a priori* d'un espace administratif sensé recevoir des opérateurs, afin de dégager des synergies de proximité, conduit effectivement à une agrégation d'opérateurs dont la dynamique semble bien éloignée des formes endogènes de développement décrites précédemment. Comme le montre notamment C. van der Linde (2003), ces opérations aboutissent en général à des résultats très mitigés. Ainsi F. Terman, un des initiateur d cluster de la Silicon Valley, lorsqu'il a été sollicité pour reproduire cette dynamique dans le New Jersey, a connu un échec relatif. Il ne suffisait donc pas de regrouper les ingrédients nécessaires dans un espace déterminé, pour créer une dynamique semblable au cluster de référence. Par ailleurs, C. van der Linde ne propose qu'un seul cas où la création d'un *cluster* a été réussie grâce à une politique de soutien (Hinshu à Taiwan) dans une étude de plus de 700 clusters. Ces deux exemples montrent à l'évidence le caractère incompatible entre les mouvements *bottom-up* et *top-down* dans la dynamique des clusters, et donc la coexistence de deux configurations souvent réunies sous le même vocable.

2) La décentralisation portée par le contexte bank-based : De l'émergence d'objets hybrides.

Le succès rencontrés par les clusters étasuniens dans la mise en place d'innovations de rupture (NTIC, biotechnologies….), a influencé le contenu de nombreuses politiques publiques dans le monde entier, y compris aux États-unis. Les pouvoirs publics en désignant un territoire *a priori* pour y concentrer des intervenants susceptibles de promouvoir des projets innovants, pensent ainsi détenir la clé de l'innovation, et donc de la croissance économique future. Comme cela apparaît précédemment, ces politiques ne sauraient s'abstraire de leur contexte, et notamment de l'histoire des formes de capitalisme dans lequel elles s'inscrivent. Si le capitalisme marchand, et l'environnement *market based* qui le prolonge, a permis l'émergence de clusters dans le mouvement *bottom-up* décrit précédemment, la dynamique initié par les pouvoirs publics (*top-down*) se doit de recréer ces conditions de réussite. Cependant, le rapprochement d'opérateurs adaptés, la construction de lieux d'accueil, ou l'activation de flux financiers ciblés, ne conduisent pas à eux seuls de structurer un environnement propice à l'expression suffisante de synergies. Les moyens politiques ainsi déployés se heurtent alors à des obstacles *a priori* mineurs qui souvent grippent toute la mécanique patiemment élaborée. Ainsi, les difficultés rencontrées dans la gestion du risque par les opérateurs dans un contexte *bank-based*, trouvent leur origine dans la distance observée entre le bailleur de fonds et le manageur, entre la logique financière et les contraintes entrepreneuriales spécifiques aux petites entreprises innovantes. L'intervention de ce métier hybride (dans un contexte *bank-based*), à la fois investisseur et manageur, ne saurait être le résultat d'une démarche volontariste, mais bien celui d'une évolution dans un environnement bien différent (market based). L'interface entre l'industriel et les fonds d'investissement que représente l'opérateur en venture capital aux États-unis, lui permettent de gérer des flux informationnels avec l'entreprise innovante selon deux directions : d'abord celui de l'expertise, qui le conduit à une sélection rigoureuse des projets, ensuite celui du conseil qui l'amène à intervenir dans les orientation stratégiques de l'entreprise. Lorsque cette charnière fondamentale qu'est l'opérateur en *venture capital*, ne joue pas pleinement ce rôle dans le soutien aux petites entreprises innovantes, c'est l'efficacité de l'ensemble du dispositif qui se trouve atteinte. Les propos qui suivent montrent alors les difficultés que rencontre la mise en place d'un accompagnement efficace des petites entreprises innovantes dans un

contexte *bank-based*, et les limites des politiques de « *clusterisation* » rencontrées par les pouvoirs publics (en France notamment au travers des pôles de compétitivité).
Les politiques publiques de soutien aux entreprises innovantes en France révèlent explicitement le mouvement *top-down* évoqué précédemment. La présentation qui suit se consacrera donc à montrer la manière dont les pouvoirs publics ont construit *ex-nihilo* des réseaux d'acteurs permettant le drainer des flux financiers jusqu'aux petites entreprises innovantes. Cette construction, dans un contexte *bank-based*, ne modifiant pas radicalement le regard que les opérateurs portent sur leur métier, met alors l'accent sur la dimension financière du soutien, en gommant l'indispensable activité managériale. De la collecte de l'épargne, destinée au financement des petites entreprises innovante, à sa distribution aux entreprises cibles, les pouvoirs publics et les organismes bancaires et financiers jouent un rôle prépondérant dans ce contexte. Ainsi, de la mise en place des fonds communs de placement à risque FCPR crées en 1983), à celle des Fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI crées en 1997) jusqu'aux fonds d'investissement de proximité (FIP créés en 2003), les pouvoirs publics s 'impliquent intensément dans ces opérations. Ces trois fonds créés par les pouvoirs publics (avec incitations fiscales importantes pour les épargnants) et gérés essentiellement par les banques et les compagnies d'assurance, se trouvent en moyenne à l'origine de plus de 70% des investissements en capital risque en France (Chausson Finance 2007-2011). Ces fonds deviennent ainsi le principal véhicule pour le financement des petites entreprises innovantes en France, et les caractéristiques des opérateurs qui les gèrent influent largement sur la portée de leur utilisation. Dans cette perspective, les pouvoirs publics à l'initiative de ces opérations, vont prolonger leur intervention orientant les modalités de distribution de ces fonds. La figure V montre l'importance des fonds ainsi collectés dans l'activité globale du capital-risque et qui représentent en 2009, 60% des source de financement de ces investissements.

Montants des investissements par les FCPI et FIP, et leur part dans l'activité du capital-risque en france



Source : Chausson-Finance 2010

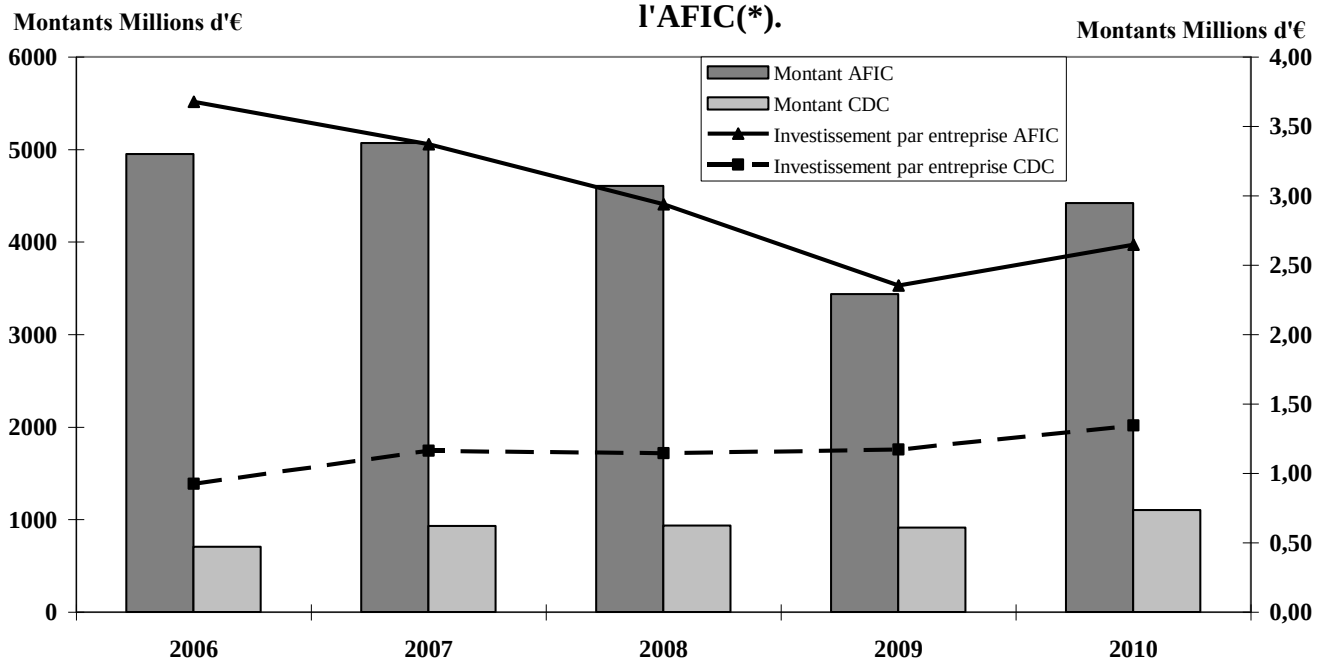
Figure V

Les clusters nord américains ayant démontré leur efficacité (du moins au travers des représentations que s'en font les pouvoirs publics), ils deviennent un instrument complémentaire des politiques publiques à l'origine de la construction des flux financiers. Par

conséquent, les pouvoirs publics, à différentes échelles (Européenne, nationale ou locale) vont s'fforcer de dynamiser le processus d'innovation en favorisant des regroupements thématiques sur des territoires sélectionnés. Les pôles de compétitivité[1] émergent alors (2005). Les pièces du puzzle s'assemblent donc, pour reproduire les conditions qui ont fait le succès du processus d'innovation aux États-unis, en oubliant quelque peu les différences dans les conditions environnementales. Il s'agit donc de créer dans un contexte *bank based* les conditions d'émergence d'une activité économique de croissance (basée sur l'innovation), en faisant se rapprocher géographiquement des opérateurs identifiés. Les lieux de productions d'inventions (centres universitaires par exemple), des industriels, des financeurs, les conseillers en management, des juristes. Cet ensemble devant accompagner le processus de création et de développement d'entreprises autour de pôles spécialisés d'activité. Le résultat de cet ensemble doit alors converger vers les dynamiques observées dans les clusters phares des États-unis. Ainsi, à partir de la construction de fonds d'investissement (FCPI, FIP, etc.…) dédiés aux petites entreprises innovantes, les pouvoirs publics, en tant que régulateur principal de l'activité (dans ce contexte), doivent les orienter vers leurs cibles. Les gestionnaires des fonds (essentiellement les banques et les assurances) ne semblent pas très incités à accompagner la création des petites entreprises, au regard des risques encourus et malgré les contraintes qui s'attachent à la constitution de ces fonds (puisque 60% de leur montant doit par exemple soutenir le développement des petites entreprises). Il apparaît ainsi de nombreuses phases dans le développement des entreprises qui peinent à trouver les ressource financières nécessaires (seed et early stage), faute d'opérateurs susceptible de proposer une gestion efficace des risques (gestion financière et entrepreneuriale). Dans ces conditions, les pouvoirs publics se dotent de nouveaux outils afin d'orienter les flux financiers vers ces étapes sensibles, et permettre aux entreprises de franchir l'« *equity gap* » souvent fatal à leur évolution. Depuis une dizaine d'années en France, de nombreuses interventions des pouvoirs publics nationaux et locaux conduisent à canaliser ces flux vers les objectifs choisis (pôles), en créant des organismes spécifiquement dédiés à ces opérations. La Caisse de Dépots et de Consignation (CDC) en France devient ainsi le bras armé de l'action publique dans les domaines financiers. Notamment, par sa filiale (à 100%) la CDC-Entreprises qui lève des capitaux auprès de souscripteurs (dont elle même, pour une part importante). Les investissements de ces fonds se répartissent en amorçage, capital-risque et capital développement, et concernent une part importante du capital risque français (la moitié des entreprises financées ces dernières années, et un quart des montants investis). Cet organisme tend à orienter le financement vers les étapes délaissées par les fonds gérés par des institutions privées (FCPI par exemple) donc, vers les stades les plus risqués du processus. La figure VI met ainsi en évidence que, d'une part, le montant des investissements par entreprise est deux fois plus élevé pour les opérateurs en capital risque en France que pour la CDC. D'autre part, la baisse de l'activité du capital-risque en 2009 n'affecte pas les investissements de la CDC (pour le montant total et par entreprise), ce qui souligne la capacité de cet opérateur à intervenir de manière contra cyclique. Ainsi, si les gestionnaires des fonds (FCPI, FIP) se révèlent souvent frileux pour investir dans des opérations trop précoces et donc risquées, la CDC par sa mission permettra de réaliser ces opérations, ce qui explique les montants moindres investis par entreprise. Les pouvoirs publics se substituent donc explicitement à des catégories d'opérateurs très importants dans le modèle *market based* (les *business-angels* et le *seed capital*), au travers de ses établissements financiers.

[1]selon la définition prorosée par les pouvoirs publics : « Un pôle de compétitivité est sur un territoire donné, l'association d'entreprises, de centres de recherche et d'organismes de formation, engagés dans une démarche partenariale pour mettre en oeuvre une stratégie commune de développement. Cette stratégie est destinée à dégager des synergies autour de projets innovants conduits en commun en direction d'un ou plusieurs marchés. »

Comparaison des investissements annuels (millions d'€) en capital risque entre la caisse des dépôts de de consignation ((CDC) et l'ensemble des opérateurs selon l'AFIC(*).



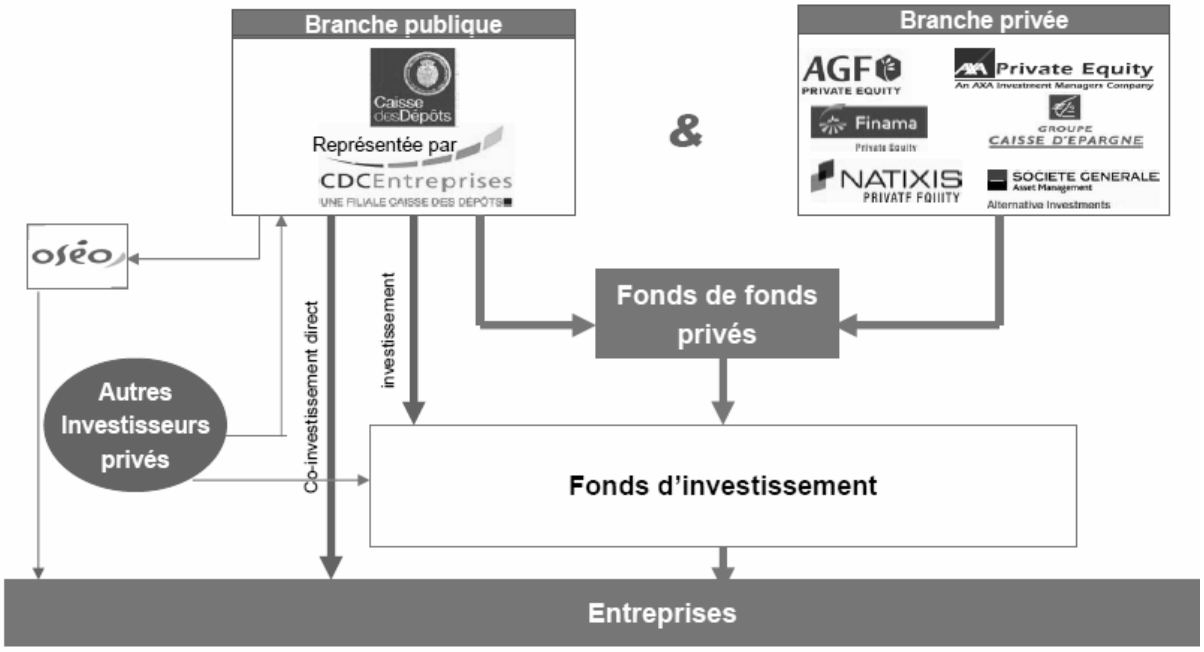
Sources CDC et AFIC

(*) Association Française des Investisseurs en Capital (hors LBO > 50Millions d'€)

Figure VI

Afin de prolonger ce soutien apporté aux entreprises innovantes et de répondre de manière plus adaptée à leurs besoins en fonds propres les pouvoirs publics on créé un organisme : le Fonds Stratégique d'Investissement (FSI a vu le jour en 2008 et est détenu à 51% par CDC et 49% par l'état). Si ce fonds n'investit que dans des entreprises existantes, il est cependant en mesure d'accompagner les petites et moyennes entreprises à fort potentiel de développement. La gestion de ces fonds, en association avec CDC-Entreprises concerne le tiers du financement de l'amorçage en France et le cinquième du capital risque et du capital d'amorçage mobilisé (source CDC). La figure VII met donc en évidence les relations qui s'instaurent entre les intervenants, dans le cadre du financement des petites entreprises innovantes. Il souligne notamment l'articulation entre les pouvoirs publics (CDC-Entreprises) et les grandes institutions financières nationales (Axa, Société Générale ou Banque Populaire) dans la constitution de fonds destinés aux entreprises à fort potentiel de croissance. En rappelant que ces relations se doublent de l'intervention des pouvoirs publics concernant la constitution des fonds (FCPI, FIP) drainés par les banques et largement soutenus par des aides publiques (crédits d'impots). La construction de ces rapprochements pour constituer des fonds d'investissement se double d'interventions directes des pouvoirs publics que ce soit au niveau national (OSEO) ou régional ((fonds régionaux de capital-risque, incubation et amorçages).

Une illustration des réseaux et des acteurs impliqués dans le financement en capital des petites entreprises innovantes en France.



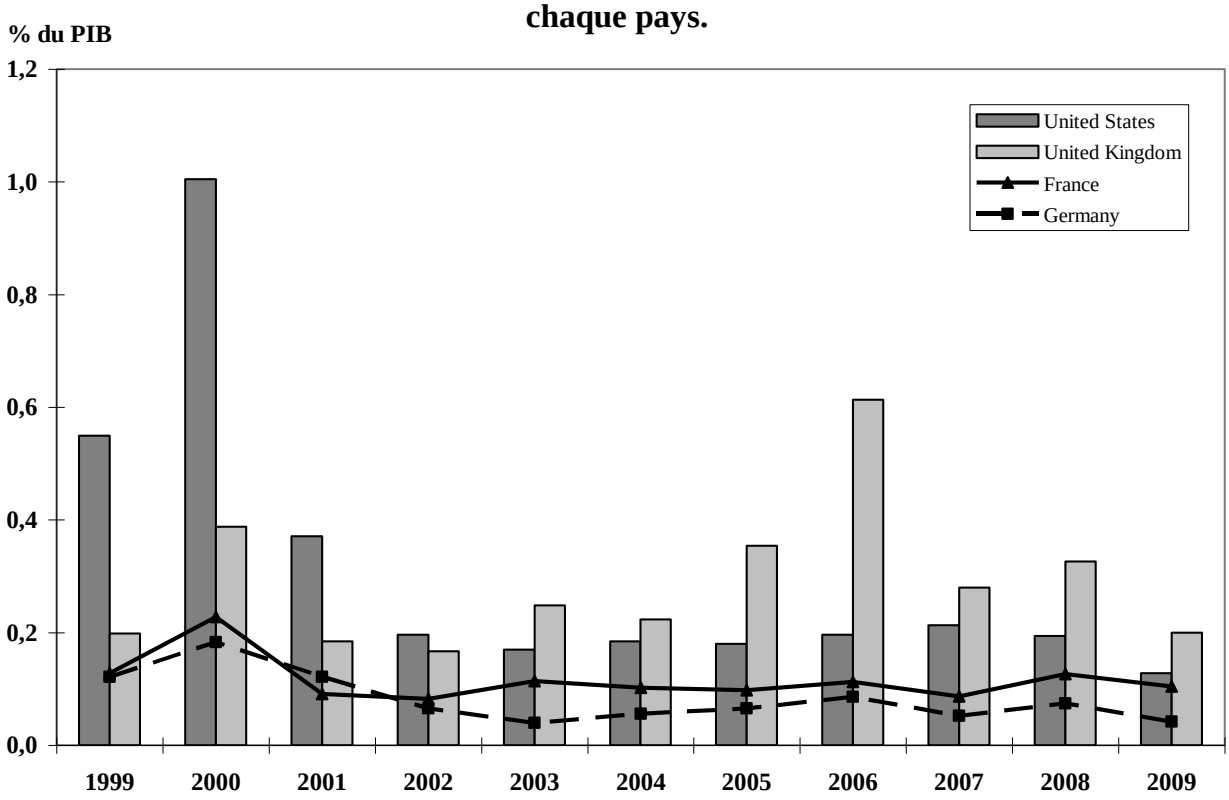
Source : France Investissement 2009.

Figure VII

La construction de ces fonds, sous l'égide des pouvoirs publics, relève essentiellement d'une logique financière, et semble relativement déconnectée des questions industrielles et managériales. Les pouvoirs publics (au niveau national et local) tentent alors de palier les déficits causés par cette approche strictement financière du soutien aux petites entreprises innovantes, en proposant des services d'accompagnement (appuis managériaux, aides logistiques, aides juridiques, formation, etc.…). Les incubateurs dans des laboratoires publics ou dans des parcs municipaux dédiés à l'innovation, les programmes de formation (à la gestion, aux dépôts de brevets, …), les structures régionales de conseil et d'accompagnement des entreprises innovantes, montrent l'intérêt que portent à tous les niveaux les pouvoirs publics au soutien de leur développement. Ces interventions ne permettent alors pas l'expression des synergies décrites dans le modèle *market based*, puisque les opérateurs financiers se distinguent nettement des manageurs impliqués dans le développement des entreprises. Pour compléter la description de cette déconnexion, le travail d'expertise lié aux compétences de l'opérateur en venture capital aux États-unis et qui en affinant les critères de sélection des projets participe à la gestion des risques, se retrouve pour l'essentiel en France entre les mains des pouvoirs publics. Ainsi, une des missions d'Oséo consiste à réaliser ce travail de sélection pour proposer des projets solides aux investisseurs. Dans ces conditions, les entreprises qui désirent bénéficier d'investissements FCPI ou FIP, doivent faire une demande auprès d'Oséo et contribuer elles-mêmes au financement de l'expertise. L'organisme public réunit alors un certain nombre d'experts, afin d'évaluer le projet, et les résultats le conduisent éventuellement à le rendre éligible auprès des financeurs. Cette procédure constitue la principale voie pour que les entreprises innovantes puissent bénéficier de ces investissements en capital, puisque plus de 80% des entreprises financées par des FCPI passent actuellement par cette procédure. Il devient ainsi évident que la déconnection entre le financement et l'expertise des projets innovant représente une cause très importante de perte d'information. La démarcation entre les activités financières et managériales participent donc

à une perte d'efficacité évidente dans la gestion du risque qui rejaillit sur l'ensemble des résultats liés à ces opérations. Il s'instaure alors un cercle vicieux qui tend à maintenir l'omniprésence des pouvoirs publics et des banques comme des compagnies d'assurance dans ces opérations et donc *in fine* à conforter le modèle *bank based*. La figure VIII illustre parfaitement l'opposition entre les deux modèles de financement de l'économie et leur répercussion sur les montants investis par le capital-risque. Il apparaît donc un écart remarquable entre la France et l'Allemagne d'un côté (*bank based*) et les États-unis et le Royaume-Uni de l'autre (*market based*). Ces différences sont bien le reflet des capacités de mobilisation du capital risque selon les mode de financement de l'économie et, plus largement, selon les formes dominantes de capitalisme. Elles se prolongent alors vers les types d'innovations que chaque pays tend à générer : des innovations de haute technologie (voire de rupture) pour les pays anglo-saxons (*market based*) et des innovation de moyenne technologie pour le pays d'Europe continentale (Selon le rapport de l'OCDE).

Part des montants investis dans le capital-risque en pourcentage du PIB pour chaque pays.



Source : Eurostat

Figure VIII

Conclusion :

Les résultats qui précèdent tendent donc à se prolonger vers les dynamiques territoriales et l'opposition opérée dans cette présentation entre clusters et pôles, devient le prolongement des formes de capitalisme présentées dans la première partie. La dynamique *bottom-up* d'agglomération des acteurs, dans le cadre du processus d'innovation, conduit à la représentation d'un territoire bien identifié, conçus comme un prolongement de cette dynamique : les clusters. Ils se présentent donc comme l'aboutissement d'une logique *market-based* appliquée au processus d'innovation, et c'est sans doute dans cette perspective qu'il faut comprendre les succès enregistrés dans certains de ces espaces limités (cf. supra). Ces

dynamiques de regroupement d'activités sur des espaces géographiques adoptent une démarche tout à fait différente (*top-down*) dans les économies où dominent des modes bancaires de financement de l'économie (*bank-based*). Les pouvoirs publics, en désignant *a priori* un espace pertinent pour l'établissement d'un pôle (les concours entre zones géographiques pour bénéficier de ce label des pouvoirs publics se posent par exemple en France comme le critère de sélection), s'engagent ensuite dans l'implantation des opérateurs nécessaires. Contrairement à la présentation précédente où le cluster créait le territoire, le territoire tend ici à construire le pôle. Par delà les pertes en terme d'efficacité enregistrées dans le soutien aux entreprises innovantes (et largement décrites dans ce travail), cette inversion dans la conception même conduit à détourner la logique économique du phénomène vers une conception plus politique. Les pôles sont-ils ou seront-ils efficaces au regard des missions qui leur sont attribuées (innovation, emploi, etc.…) ? A la limite, peu importe, ils existent et répondent ainsi à la volonté politique. De nombreux auteurs (R. Martin et P. Sunley ; 2003) ont ainsi souligné le caractère spectaculaire que renferme l'idée de cluster, propre à promouvoir l'action politique. Se poser la question de l'efficacité économique du cluster nécessite de le resituer dans son contexte à la fois macro économique, et historique.

Bibliographie sélective

Amable B. [2003] *Les cinq capitalismes : diversité des systèmes économiques et sociaux dans la mondialisation*, Paris : Seuil : Economie humaine.
Bruno G. De Bonis R. [2009], Do financial systems converge? New evidence from household financial assets in selected OECD countries, OECD Statistics Working Papers 2009/1, OECD, Statistics Directorate, Paris.
Cooke P. [2000] Learning commercialisation of science: biotechnology and the new economy innovation system. Working Paper Centre for advanced studies Cardiff University (May).
Ergungor O.[2004] Market vs bank-based financial system: Do right and regulations really matter? *Journal of banking and Finance*, 28 (12) : 2869-2887.
Hall P., Soskice D. [2001] *Varieties of Capitalism: the Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford: Oxford University Press.
Kunt A. Levine R. [2004], *Financial structure and economic growth* - A cross country comparison of Banks, markets and Development, MIT Press, Cambridge MA.
La Porta R. Lopez-de-Silanes F. Shleifer A. and Vishny R. [1997] "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance*, 52: 1131-1150.
La Porta R. Lopez-de-Silanes F. Shleifer A. and Vishny R. [1998] "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106 (6): 1113-1155.
Leducq D. Lusso B. [2011] "Le cluster innovant: conceptualisation et application territoriale. Cybergeo", *European Journal of Geography*
Lerner J. [2009] *Boulevard of broken dreams: Why public efforts to boost entrepreneurship and venture capital have failed – and what to do about i*t, Princeton University Press, Princeton NJ.
Lerner J. [2010] Geography, Venture capital and public policy. Policy briefs of Harvard Kennedy School (March)
Levine R. [2002] "Bank based or market based financial systems: witch is the better?", *Journal of financial intermediation*, 11: 398-428.
Martin R. Sunley P. [2003] "Deconstructing clusters: Chaotic concept or policy panacea?" *Journal of Economic Geography*, 3: 5-35
Porter M [1998] *On competition*, Harvard Business School Press
Porter M. [2000] "Location, competition, and economic development: Local clusters in local economy", *Economic Development Quarterly*, 4 (1) : 15-34.
Riyanto, Y Schwienbacher [2006]. "The strategic use of corporate venture financing for securing demand », *Journal of Banking & Finance*, 30(10) : 2809-2833.
Saxenian, A. [1994] *Regional Advantage: Culture and Competition in Silicon Valley and Route 128*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
Schröder C. [2009] Financial system and innovations determinants of early stage venture capital in Europe Schumpeter discussion papers (004)
Song F. Thakor A. [2010], "Financial system architecture and the co-evolution of banks and capital markets", *Economic Journal*, 120: 1021-1055.
Van der Linde C [2003] The demography of clusters. Findings from the cluster metastudy, in Bröcker J. Dohse D. Soltwedel R. [2007] (éd.), Innovation Clusters and InterregionalCompetition, Berlin, Springer Verlag, pp. 130-149.