



**MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE,
DE L'INDUSTRIE ET DE L'EMPLOI**

**MINISTÈRE DU BUDGET,
DES COMPTES PUBLICS,
ET DE LA RÉFORME DE L'ÉTAT**

**COMITÉ D'ÉVALUATION DES DÉPENSES FISCALES ET DES NICHES
SOCIALES**

RAPPORT

N° 2010-M-042-03

**EVALUATION DES DISPOSITIFS FISCAUX EN FAVEUR DU CAPITAL-
INVESTISSEMENT DANS LES PME**

Établi par

JEAN-FRANÇOIS JUÉRY
Inspecteur des Finances

MAUD JUTTEAU-BAILLY
Inspectrice des Finances

MISOO YOON
Inspectrice des Finances

Sous la supervision de
HENRI GUILLAUME
Inspecteur général des Finances

SYNTHESE

Avec un taux de réduction d'impôt pouvant atteindre jusqu'à 75 %¹ sur l'impôt de solidarité sur la fortune (ISF) depuis la loi n° 2007-1223 du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat (TEPA), la France offre **un niveau d'avantage fiscal extrêmement élevé pour encourager l'investissement dans le capital des PME** : ce taux ne connaît pas d'équivalent à l'étranger, où les incitations, de niveaux variables, présentent un avantage moyen de 30 %, ne dépassant en tout état de cause jamais le taux de 50 %.

De manière plus générale, la France présente **un environnement particulièrement favorable au renforcement en fonds propres des PME**, avec les dispositifs de soutien gérés par des acteurs tels que **CDC Entreprises** (France investissement, fonds national d'amorçage – FNA -, Avenir entreprises²) ou **Oséo** (Oséo innovation, Oséo financement, Oséo garantie), **mais aussi la création successive, depuis 1994, de plusieurs niches fiscales** :

- ◆ une réduction d'impôt sur le revenu (IR) résultant d'un investissement direct au capital d'une PME (dispositif dit « Madelin » issu de la loi n°94-126 du 11 février 1994) ;
- ◆ une réduction d'IR lors de la souscription à des fonds « fiscaux » de capital-risque et de capital-développement, à savoir les fonds commun de placement dans l'innovation (FCPI, créés par la loi de finances pour 1997) et les fonds d'investissement de proximité (FIP, institués par la loi du 1^{er} août 2003) ;
- ◆ les dispositifs dits « TEPA » instaurant une réduction d'impôt sur la fortune (ISF) en cas d'investissement direct au capital d'une PME ou dans une holding, ou encore d'une souscription à un fonds fiscal (FCPI-ISF et FIP-ISF).

Outre les montants des dispositifs d'investissements publics en fonds propres (400 M€ pour le FNA, 200 M€ pour Avenir entreprises,...), **le montant total de la dépense fiscale pour l'État s'élève à plus de 1,1 Md€ en 2009** - soit un montant ayant quadruplé depuis 2006 (290 M€). Cette multiplication par augmentation de la dépense fiscale est intervenue sans que le besoin en fonds propres des PME ne puisse pour autant être clairement établi ou quantifié.

Dans un contexte de crise et de durcissement des ratios prudentiels exigés des établissements financiers, le principe d'un soutien public au renforcement en fonds propres des PME constitue une démarche légitime. Toutefois, dans un contexte budgétaire particulièrement contraint pour les finances publiques, sa mise en œuvre appelle **une vigilance accrue au regard de la cible des PME investies.**

* * *

À cet égard, en l'absence d'éléments économiques permettant de conclure à un rationnement généralisé en fonds propres, il convient de souligner que **toutes les PME ne nécessitent pas un soutien public** - sous peine de les inciter à prendre des risques excessifs et d'induire des effets distorsifs sur le marché. **En effet, l'intervention de l'État n'est justifiée qu'en présence de défaillances de marché** concernant principalement **deux types d'entreprises** :

¹ Ce rapport a été achevé en octobre 2010, soit avant l'adoption de la loi de finances pour 2011, qui a ramené à 50% les taux de réduction d'impôt au titre de l'ISF.

² Pour la présentation détaillée des dispositifs de soutien, fiscaux et non fiscaux, au capital-investissement dans les PME, cf. annexe I.

- ◆ **les entreprises présentant un niveau de risque très important en raison du caractère innovant de leur activité** : qu'elle soit de rupture technologique ou d'usage, l'innovation entraîne une asymétrie d'information entre l'entreprise et les investisseurs traditionnels, et avec elle une aversion au risque, doublée d'une externalité positive dans le cas de l'innovation technologique (activité de R&D) ;
- ◆ **les jeunes entreprises en phase d'amorçage ou les entreprises en phase d'expansion**, également confrontées à une asymétrie d'information et à une aversion au risque des investisseurs. Ces entreprises sont en outre souvent pénalisées par la modestie de leurs « tickets » d'investissement, insuffisamment rentables pour attirer des financements privés.

Enfin, au sein même de ces cibles d'entreprises, **le capital-investissement ne constitue un outil de financement adapté que pour des PME à fort potentiel de croissance**, présentant des espérances de rendement capables de couvrir le niveau élevé de frais³ prélevés par les sociétés de gestion ou une externalité positive élevée.

* * *

Pour établir ses constats la mission a conduit **un important travail de documentation des stratégies d'investissement des différents acteurs du capital-risque** bénéficiant d'un soutien public, à travers la collecte et le traitement de plusieurs bases de données (DGFIP, Oséo, AFIC, CDC, holdings ISF-PME,..).

En revanche, en l'absence de toute donnée agrégée disponible, la mission a été **contrainte d'exclure de son champ d'investigation les investissements directs dans les PME** au titre de l'IR ou de l'ISF, alors que les masses financières en jeu sont importantes (628 M€ en 2009).

* * *

La diversité des dispositifs créés en soutien à l'augmentation en fonds propres des PME conduit à un certain paradoxe : celui d'une architecture à la fois très favorable (12,7 Md€⁴ de fonds levés en 2008 par les fonds d'investissements, plaçant la France juste derrière le Royaume-Uni au niveau européen) **et manquant pourtant de lisibilité comme d'efficacité**, en raison de :

- ◆ **la complexité des véhicules fiscaux, à la fois trop nombreux** (FIP-IR, FIP-ISF, FCPI-IR, FCPI-ISF, holdings), régis par des règles de fonctionnement disparates et peu justifiées économiquement (cf. diversité des ratios et quotas d'investissement) - cette complexité rendant en outre difficile l'effectivité du contrôle des services fiscaux ;
- ◆ **la « captation » d'une partie des flux d'investissements** par les sociétés de gestion et les intermédiaires financiers, du fait de frais de gestion élevés, au détriment des PME et des contribuables-souscripteurs ;
- ◆ **l'existence d'effets d'aubaine importants et de mauvaises pratiques dans les stratégies d'investissement ;**
- ◆ **le besoin persistant d'une meilleure couverture des « petits tickets » pour les PME confrontées à un déficit de fonds propres inférieur à 500 000 €** notamment en raison de l'échec des FIP à assurer un accompagnement de proximité dans la pratique ;
- ◆ **la relative méconnaissance de l'impact de ces niches fiscales par les pouvoirs publics**, en l'absence de tout dispositif de traçabilité ou de suivi.

³ Cf. rapport de l'IGF n°2009-M-066-03 sur les produits financiers bénéficiant d'un avantage fiscal pour favoriser l'investissement dans les PME, évaluant le niveau des frais en moyenne à 38 % des montants souscrits.

⁴ Données AFIC, cf. annexe I.

Le faible suivi de l'activité des véhicules fiscaux par les pouvoirs publics a en outre favorisé l'émergence de certaines idées reçues : ainsi, la stigmatisation systématique des holdings ISF-PME doit être relativisée au regard de certaines bonnes pratiques constatées par la mission ; à l'inverse, la mission a constaté des dérives dans les pratiques d'investissement de certains fonds fiscaux, notamment les FIP.

Les dysfonctionnements observés conduisent à s'interroger sur les instruments à privilégier pour répondre aux défaillances de marché précitées. En particulier, le recours au capital-risque « classique » et aux sociétés de gestion pour les très petits tickets ou des entreprises dont le secteur d'activité ne peut pas laisser espérer un retour sur investissement important n'a pas de sens économiquement.

* *

Concernant les FCPI, les éléments suivants peuvent être relevés :

- ◆ **84 % des entreprises investies entre 1997 et 2009 appartiennent au secteur des services** (dont 53 % pour la catégorie « conseil et assistance »), tandis que les entreprises industrielles ne sont pratiquement pas investies par des fonds ;
- ◆ si la répartition sectorielle 2000-2002 est proche de celle observée en 1998-2002, on note cependant :
 - que les **FCPI réduisent leurs investissements dans les entreprises de R&D** ;
 - que les **FCPI tendent à investir dans des sociétés plus âgées** (3 ans en 2000, contre 6 ans actuellement).
- ◆ **la qualification des entreprises comme « innovantes » par Oséo procède d'une acception trop large de la notion d'« innovation »** incluant, outre l'innovation de rupture technologique et l'innovation d'usage, une innovation « de services » **revenant à labelliser des entreprises présentant un profil peu innovant et peu risqué⁵** ; à ce titre, **près de 30 % des entreprises nouvellement investies entre 2007 et 2009 soulèvent des interrogations** (cf. annexe I) ;
- ◆ **pour le souscripteur, l'investissement dans les FCPI est particulièrement risqué**, avec une performance financière globale moyenne de - 16,8 % pour un fonds souscrit entre 2003 et 2005, et même inférieure à -20 % pour 50 % des fonds lancés entre 2003 et 2005. Cette **mauvaise performance structurelle peut résulter d'un éventuel manque de professionnalisation des équipes de gestionnaires, d'un sur-calibrage des investissements par rapport aux besoins économiques réels ou d'un niveau trop élevé des frais de gestion prélevés par les fonds, induisant un effet de « captation »**.
- ◆ enfin, en termes de réglementation, les dispositifs FCPI-IR et FCPI-ISF présentent une grande complexité, dépourvue de justification économique (quotas, critères, délais).

⁵ Par exemple : exploitation de champ éolien, consulting, ustensiles de cuisine, boisson gazeuse bio, site internet d'actualité « people », vente en ligne de croquettes pour animaux de compagnie, services aux comités d'entreprise, ventes privées en ligne etc....).

* *

Concernant les FIP, la mission a constaté qu'ils n'avaient atteint, dans les faits, aucun des objectifs qui avaient présidé à leur création :

- ◆ **les FIP n'ont pas répondu à leur objectif de couverture du territoire** : avec **75,8 % du montant total des investissements dans seulement quatre régions** (dont 51,4 % en Île-de-France), **les FIP se révèlent être un instrument extrêmement concentré géographiquement**, et peu connu des PME. A cet égard, la mission a constaté que la répartition géographique des investissements des sociétés de capital risque (SCR) régionales relevant de CDC Entreprises est bien plus équilibrée que celle des FIP ;
- ◆ **les FIP n'ont pas davantage répondu à leur objectif de couverture des petits « tickets » d'investissement**, constituant pourtant, à la date de la mission, un enjeu majeur pour les PME : avec **un investissement annuel moyen de 780 900 € par entreprise en 2009**, les FIP se rapprochent des montants couverts par les FCPI (951 900 €), et s'éloignent d'une logique de petits tickets de proximité ; or, compte tenu de leurs structures de coûts, les sociétés de capital-risque « classique » s'avèrent inadaptées pour ce type d'investissement ;
- ◆ **ce recoupement des pratiques d'investissements des FIP avec celles des FCPI ne se limite pas au simple montant moyen du ticket investi** : il **se retrouve dans la répartition géographique, quasi identique, des investissements des FIP et des FCPI, voire dans le profil des entreprises investies** (cf. annexe II). Cette « substituabilité » entre FIP et FCPI est confirmée par le fait que près de 90 % des gestionnaires de FIP sont également gestionnaires de FCPI, ce qui interroge sur la justification même de la création d'un véhicule distinct.

Par ailleurs, les investissements réalisés par les FIP sont plus problématiques encore, dans la mesure où ils affichent de très nombreux effets d'aubaine, représentant près de **52 % des montants investis sur la période 2003-2009, soit près de 294 M€**. L'analyse détaillée, par la mission, des 566 entreprises investies par des FIP entre 2004 et 2009 met ainsi en lumière des investissements dans :

- ◆ **des secteurs déjà aidés : tarifs régulés** (éolien et photovoltaïque représentent près de 15 % des montants), **subventions publiques apportées par d'autres acteurs** (EHPAD, crèches, maisons de retraite, production cinématographique,...) ;
- ◆ **des secteurs d'activité traditionnels non risqués** (camping, salons de coiffure, centres de fitness, consulting, pompes funèbres,...) ;
- ◆ **des secteurs pour lesquels la justification d'une intervention publique s'avère discutable** (conseil en défiscalisation, restructuration de crédits immobiliers,..).

* *

Enfin, concernant les holdings, la mission a constaté **des stratégies d'investissement très hétérogènes, avec des bonnes pratiques mais aussi des montages et des détournements de l'esprit du dispositif ne justifiant pas l'allocation d'argent public**. Une telle hétérogénéité s'explique par la conjonction d'un **ciblage trop lâche des investissements, d'un contrôle insuffisant des holdings, et d'un taux d'avantage fiscal de 75 % beaucoup trop élevé**, revenant à **faire des holdings des instruments de pure défiscalisation de l'ISF**, au-delà de toute considération liée au besoin en fonds propres des PME.

* * *

SOMMAIRE

INTRODUCTION.....	1
1. POUR EVALUER LES DISPOSITIFS FISCAUX, LA MISSION A RECUEILLI PUIS EXPLOITE PLUSIEURS BASES DE DONNEES ET RENCONTRE DE TRES NOMBREUX ACTEURS DU CAPITAL-INVESTISSEMENT.....	3
1.1. Cadrage méthodologique de la mission.....	3
1.1.1. <i>Un objectif majeur de documentation des pratiques, pour remédier au manque de visibilité de l'État sur l'allocation des crédits investis dans les PME au titre des avantages fiscaux sur l'IR et sur l'ISF.....</i>	<i>3</i>
1.1.2. <i>Certains champs ne figurent pas dans le périmètre d'étude de la mission.....</i>	<i>4</i>
1.2. Le contexte économique actuel requiert une efficacité et un encadrement accrus des dispositifs fiscaux.....	4
1.2.1. <i>Plusieurs facteurs ont progressivement renforcé le rôle des dispositifs publics d'incitation fiscale des personnes physiques à investir dans les PME, face au recul des investisseurs institutionnels privés.....</i>	<i>5</i>
1.2.2. <i>Pour autant, la contrainte budgétaire pesant sur les finances publiques exige un emploi comme un suivi plus rigoureux des avantages fiscaux sur l'IR et sur l'ISF.....</i>	<i>6</i>
2. SI L'EXISTENCE DE CERTAINES DEFAILLANCES DE MARCHÉ JUSTIFIE UNE INTERVENTION DE L'ÉTAT POUR L'INVESTISSEMENT DANS LES PME, LE CAPITAL-INVESTISSEMENT N'EST TOUTEFOIS ADAPTE QU'A CERTAINS PROFILS D'ENTREPRISES	7
2.1. La théorie économique justifie la création de dispositifs publics d'incitation à l'investissement dans les PME pour pallier certaines défaillances de marché	7
2.1.1. <i>Aucune étude économique ne permet de démontrer un rationnement généralisé des PME françaises en fonds propres.....</i>	<i>7</i>
2.1.2. <i>Une intervention publique est toutefois justifiée pour soutenir l'augmentation en fonds propres des PME confrontées à des défaillances de marché.....</i>	<i>8</i>
2.2. Le capital-investissement « classique » n'est toutefois pas un outil de financement adapté à toutes les entreprises.....	10
3. EN DEPIT D'UN COUT CROISSANT POUR LES FINANCES PUBLIQUES, LES DISPOSITIFS FISCAUX EN FAVEUR DE L'INVESTISSEMENT DANS LES PME MANQUENT D'EFFICACITE ECONOMIQUE, S'ACCOMPAGNENT D'IMPORTANTES EFFETS D'AUBAINE ET FONT COURIR UN RISQUE FINANCIER A LEURS SOUSCRIPTEURS.....	11
3.1. Les dispositifs fiscaux d'incitation au capital-investissement dans les PME ont connu une croissance très dynamique, qui s'est accélérée depuis 2007.....	11
3.1.1. <i>Les créations des véhicules fiscaux des FIP et FCPI ont régulièrement augmenté depuis 1997, pour atteindre une centaine de véhicules créés en 2009.....</i>	<i>11</i>
3.1.2. <i>La dépense fiscale des dispositifs de réduction sur l'IR et l'ISF a franchi le seuil du milliard d'euros depuis 2008 et s'élève à 1,122 Md€ en 2009.....</i>	<i>13</i>

3.1.3. <i>Les investissements sont caractérisés par une forte concentration géographique</i>	15
3.2. Les FCPI se sont progressivement éloignés de leur objectif initial malgré l'existence d'une pré-sélection à l'investissement établie par Oséo	15
3.3. Les FIP-IR et ISF se sont traduits par d'importants effets d'aubaine et une médiocre couverture territoriale	21
3.4. L'étude d'une partie des investissements des holdings ISF révèle des pratiques très hétérogènes d'une structure à l'autre	29
3.5. L'accompagnement en conseil et en expertise des entreprises investies par les sociétés de gestion reste très hétérogène.....	33

INTRODUCTION

Par lettre du 4 mai 2010 (cf. annexe VII), le ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi a confié à l'Inspection générale des finances **une mission d'évaluation de l'efficacité des dispositifs de soutien public visant au renforcement des fonds propres des petites et moyennes entreprises (PME)**, particulièrement non cotées. Ces dispositifs sont constitués, pour l'essentiel, **d'avantages fiscaux au titre de l'impôt sur le revenu (IR) et de l'impôt de solidarité sur la fortune (ISF), à travers :**

- ◆ une réduction d'IR résultant d'un investissement direct au capital d'une PME (dispositif dit « Madelin » issu de la loi n°94-126 du 11 février 1994) ;
- ◆ une réduction d'IR lors de la souscription à des fonds « fiscaux » de capital-risque et de capital-développement :
 - fonds commun de placement dans l'innovation (FCPI, créés par la loi de finances pour 1997) ;
 - fonds d'investissement de proximité (FIP, institués par la loi dite « Dutreil » n° 2003-721 du 1^{er} août 2003) ;
- ◆ les dispositifs dits « TEPA » issus de la loi n° 2007-1223 du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat, instaurant une réduction d'ISF en cas d'investissement direct au capital d'une PME ou dans une holding, ou encore d'une souscription à un fonds fiscal (FCPI-ISF et FIP-ISF).

Deux précédentes missions de l'IGF avaient mis en lumière, dès 2009, certaines difficultés soulevées par les fonds fiscaux, respectivement relatives à leur niveau élevé de frais de gestion⁶ et à leur faible efficience au sein de l'architecture globale de la fiscalité des produits d'épargne⁷.

L'arrivée à échéance, fin 2010, de l'avantage fiscal associé aux FIP-IR et aux FCPI-IR constitue l'occasion de procéder, de manière plus générale, à l'évaluation de ces dispositifs, notamment au regard de leur impact socio-économique, et de déterminer les conditions de leur éventuelle reconduction dans un contexte budgétaire particulièrement contraint.

⁶ Rapport de l'IGF n° 2009-M-066-03, *Les frais prélevés sur les produits financiers bénéficiant d'un avantage fiscal pour favoriser l'investissement dans les PME*, octobre 2009.

⁷ Rapport de l'IGF n° 2009-M-090-02, *Évaluation des niches fiscales et sociales relatives aux revenus d'épargne financière*, mars 2010.

Rapport

Avec des taux de réduction pouvant atteindre jusqu'à 75 %⁸ en ce qui concerne l'ISF⁹, la dépense fiscale en faveur de l'investissement dans les PME, qui a représenté en 2009 pour les finances publiques plus d'un milliard d'euros¹⁰, a quadruplé depuis 2006, sans que le besoin en fonds propres des PME ne soit pour autant précisément établi ou quantifié.

À la date de la mission, l'emploi de ces crédits demeure en outre encore mal connu des pouvoirs publics, dans un environnement fortement évolutif, superposant une multitude de véhicules et globalement peu lisible, pour l'État comme pour les souscripteurs.

Dans ce contexte, la mission s'est attachée à **collecter le plus grand nombre de données pour dresser un bilan complet et objectif** de l'efficacité des dispositifs fiscaux en faveur de la croissance des PME, à travers :

- ◆ la documentation de **l'allocation sectorielle des investissements** de chaque véhicule ;
- ◆ la mesure de **leur impact socio-économique sur le développement des PME investies** ;
- ◆ l'étude de **la performance financière des produits pour le souscripteur** ;
- ◆ l'identification **des bonnes et mauvaises pratiques** développées sous l'effet de la réglementation sur le marché.

Le présent rapport s'accompagne de **cinq annexes thématiques** :

- ◆ une annexe dressant **le panorama des dispositifs publics** de soutien au capital-risque et au capital-développement ;
- ◆ une annexe étudiant **la justification économique des dispositifs fiscaux IR et ISF et documentant leur efficacité socio-économique** sur les entreprises investies ;
- ◆ une annexe évaluant **les dispositifs fiscaux du point de vue de leurs souscripteurs** ;
- ◆ une annexe documentant **l'impact des dispositifs fiscaux sur les pratiques de marché** ;
- ◆ **une annexe de comparaisons internationales**, présentant respectivement les dispositifs de soutien au capital-investissement instaurés en Allemagne, au Canada, aux États-Unis, en Italie, au Royaume-Uni et en Suède ;

Parmi les personnes rencontrées (annexes VI), la mission a bénéficié, pour mener à bien ses investigations, de l'appui de la direction générale du Trésor, de la direction générale des finances publiques et de la direction de la législation fiscale¹¹. La mission tient à remercier ces services pour la qualité de la coopération établie, ayant permis de conduire un important travail d'exploitation de données, ainsi que la réalisation d'une étude de comparaison internationale sur le marché du capital-risque.

⁸ Ce rapport a été achevé en octobre 2010, soit avant l'adoption de la loi de finances pour 2011, qui a ramené à 50% les taux de réduction d'impôt au titre de l'ISF. À la date de la mission, la conjonction des avantages fiscaux sur l'IR et sur l'ISF offrent un panel d'avantages fiscaux pouvant revenir à des exonérations extrêmement avantageuses, avec une déduction de **25 % de l'IR**, pour une souscription directe au capital d'entreprises non cotées ou par l'intermédiaire des holdings, des FCPI pour les entreprises innovantes et des FIP pour les entreprises de proximité ; de **50 % maximum de l'ISF** pour une souscription indirecte via des fonds, que ce soit des FCPI-ISF ou des FIP-ISF ; de **75 % maximum de l'ISF**, pour une souscription directe au capital d'une PME ou au travers d'une holding ISF-PME.

⁹ Les redevables de l'ISF peuvent déduire 75 % des investissements réalisés dans le cadre de souscriptions au capital ou d'augmentation de capital de PME situées dans l'Union européenne, dans un plafond de 50 000 € (art. 885-0 V bis du code général des impôts).

¹⁰ 1,122 Md€ de dépense fiscale, ventilés en 402 M€ au titre des exonérations sur l'IR et 720 M€ au titre de l'ISF.

¹¹ Pour la DG Trésor : le pôle d'analyse économique du secteur financier, le Service des politiques publiques et le réseau d'expertise et de veille internationales ; pour la DGFIP : le bureau des études et statistiques en matière fiscale ; pour la DLF : le bureau de la fiscalité du patrimoine.

1. Pour évaluer les dispositifs fiscaux, la mission a recueilli puis exploité plusieurs bases de données et rencontré de très nombreux acteurs du capital-investissement

1.1. Cadrage méthodologique de la mission

1.1.1. Un objectif majeur de documentation des pratiques, pour remédier au manque de visibilité de l'État sur l'allocation des crédits investis dans les PME au titre des avantages fiscaux sur l'IR et sur l'ISF

À la date du lancer de la mission, les pouvoirs publics n'avaient qu'une très faible connaissance de l'allocation effective des crédits en faveur de l'investissement dans le capital des PME, que ce soit au titre des avantages fiscaux sur l'impôt sur le revenu ou sur l'impôt de solidarité sur la fortune.

Ce manque de visibilité résulte à la fois de l'impossibilité de suivre les investissements directs, en l'absence de tout mécanisme de consolidation et de traçabilité des données, **mais aussi du fait que l'État n'a pas accès aux bases de gestion intermédiée des investissements**, que ce soit par le véhicule de FCPI, de FIP ou de holdings ISF-PME.

La mission s'est par conséquent appliquée à collecter, sous réserve d'engagements de confidentialité en raison de la sensibilité des informations, **plusieurs bases de données jusqu'alors inconnues des services de l'État**, à savoir :

- ◆ **deux bases d'Oséo, portant, sur la période 1997-2009, respectivement sur les entreprises investies par les FCPI** (nom, SIREN, date d'investissement, montant, société de gestion, millésime) **et les entreprises qualifiées d'« innovantes »** par les directions régionales, et par conséquent susceptibles d'être investies par des FCPI ;
- ◆ **la base de données de l'association française des investisseurs en capital (AFIC), relative aux investissements des FIP** sur la période 2003-2009 ;
- ◆ **les bases de données de CDC Entreprise relatives, d'une part, aux investissements des FCPR** sur la période 1996-2009 et, d'autre part, **aux investissements des sociétés de capital-risque (SCR) régionales**, afin notamment de comparer leurs pratiques et performances avec celles des FIP et des FCPI ;
- ◆ **plusieurs listes d'investissements de holdings ISF-PME** rencontrées par la mission, couvrant au total près de 250 entreprises.

L'exploitation de ces bases s'inscrit dans une approche à la fois microéconomique, s'intéressant par exemple à la documentation de l'allocation sectorielle des crédits, mais aussi macroéconomique, les données faisant l'objet, en partenariat avec le pôle d'analyse économique du secteur financier de la Direction générale du Trésor (DG Trésor), de traitements statistique et économétrique pour **mesurer l'impact de ces investissements sur la croissance des PME**, que ce soit au regard de l'évolution de leur chiffre d'affaire, de leur masse salariale ou de leur rentabilité financière (cf. annexe II). La sensibilité des données relatives aux entreprises investies a conduit, pour des raisons de confidentialité, à **une présentation des résultats de manière exclusivement agrégée et anonymisée**.

La mission a en outre procédé, avec l'aide de la DGFIP, à une cartographie des bénéficiaires des dispositifs de réduction d'IR et d'ISF. À partir des données fiscales, les principales caractéristiques des investisseurs ont été étudiées, au regard de leurs revenus, de leur patrimoine, de leur âge ou de leur profession, afin d'établir **un « profil » des souscripteurs**. **La mission a ensuite procédé au croisement de ces données avec les performances financières des fonds fiscaux pour vérifier que la puissance publique n'incitait pas les épargnants à prendre des risques excessifs** (cf. annexe III).

Rapport

La mission s'est par ailleurs assigné pour **objectif majeur la documentation des bonnes et mauvaises pratiques des investissements réalisés dans les PME grâce aux avantages fiscaux sur l'IR et sur l'ISF**, pour permettre à l'État de s'assurer du bien-fondé de ces dispositifs, vérifier de manière objectivée l'existence ou non des critiques récurrentes adressées à certains segments du capital-investissement (mauvaises performances, effets d'aubaine) et **déterminer sous quelles conditions ces incitations se révèlent pleinement justifiées** (cf. annexe IV).

Enfin, dans une approche plus qualitative, la mission a complété ses travaux d'exploitation de données par l'audition de très nombreux acteurs, observateurs et bénéficiaires du capital-investissement (sociétés de gestion, représentants des investisseurs, régulateurs, dirigeants d'entreprises investies par les fonds, etc.), ayant pour certains exposé leurs propres propositions d'évolution des dispositifs étudiés.

1.1.2. Certains champs ne figurent pas dans le périmètre d'étude de la mission

Le périmètre d'étude de la mission correspond à **une appréciation large du capital-risque, allant de l'amorçage jusqu'aux premières phases du capital-développement**, intégrant ainsi les phases de création et de post-crétion. La mission a procédé à **trois exclusions** :

- ◆ au sein du capital-investissement, compte tenu des problématiques bien distinctes soulevées par la cession d'une entreprise, en matière de rentabilité comme de besoin d'intervention de l'État, **la mission ne traite ni du capital-retournement ni du capital-transmission** (*Leverage Buy Out - LBO*) ;
- ◆ **en l'absence de toute donnée consolidée sur les investissements réalisés en direct par les personnes physiques** au sein des PME (notamment par les « *business angels* »), **la mission a du exclure de son analyse l'investissement non intermédié**.
- ◆ enfin, **la mission ne considère que les avantages fiscaux bénéficiant aux personnes physiques** : elle exclut donc ceux afférant aux personnes morales, qui peuvent souscrire à des parts de FCPR (fonds communs de placement à risques) ou de SCR (société de capital-risque).

1.2. Le contexte économique actuel requiert une efficacité et un encadrement accrus des dispositifs fiscaux

L'efficacité des dispositifs fiscaux de soutien à l'investissement dans les PME constitue une exigence de premier ordre dans le contexte actuel, caractérisé par deux tendances relativement contraires, à savoir :

- ◆ **d'une part, le poids croissant des leviers publics d'incitation au financement du capital des PME face au désengagement des investisseurs privés** (banques, sociétés d'assurance, mutuelles, etc.), sous la conjonction de la crise, de la faible rentabilité financière du segment du capital-risque et de l'impact de la réglementation européenne, avec les directives Solvabilité II et Bâle III ;
- ◆ **d'autre part, la nécessité accrue pour l'État de s'assurer du bien-fondé de l'allocation des recettes fiscales** auxquelles il renonce, dans un contexte budgétaire particulièrement contraint.

1.2.1. Plusieurs facteurs ont progressivement renforcé le rôle des dispositifs publics d'incitation fiscale des personnes physiques à investir dans les PME, face au recul des investisseurs institutionnels privés

Selon l'AFIC, 12,73 Md€¹² ont été levés par des sociétés de capital-investissement en 2008, ce qui place la France au deuxième rang européen, juste derrière le Royaume-Uni. La baisse importante des montants levés en 2009 (3,67 Md€ levés, soit -9,06 Md€) s'explique principalement par la chute, du fait de la crise, du capital-transmission/LBO (qui ne bénéficie pas de soutien public). En revanche, les segments du capital-risque et du capital-développement résistent, notamment grâce aux montants levés par les fonds fiscaux. Ces évolutions se vérifient également dans les montants investis par les sociétés de gestion :

Tableau 1 : Répartition des montants investis par les différents segments de l'industrie du capital-investissement (M€)

	2006	2007	2008	2009	Variation 2008/2009
Capital-risque	536	677	758	587	-22,6 %
Capital-développement	1 057	1 310	16 53	1798	+8,8 %
Capital-transmission / LBO	8 075	10 340	7 399	1 605	-78,3 %
Capital-retournement	95	84	99	84	-15,2 %
Autre	401	143	100	26	-74,0 %
Désinvestissements	-3 796	-5 660	-3 164	-2 782	-12,1 %

Source : AFIC.

Par ailleurs, l'origine des sources de financement a évolué depuis 2004 :

- ◆ concernant les segments du capital-risque et du capital-développement, on assiste à une stabilisation à un niveau significatif des fonds fiscaux dont les personnes physiques sont les principaux souscripteurs (FCPI, FIP, holdings, SCR). Depuis 2004, ces fonds représentent environ 30 % des investissements du capital-risque et du capital-développement; leur rôle est largement tributaire des avantages fiscaux successivement ouverts, notamment en matière d'ISF (loi n°2007-1223 du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat, dite « TEPA ») ;
- ◆ de manière plus globale, et tous segments confondus, on observe parallèlement, entre 2008 et 2009, un recul des investisseurs traditionnels du secteur privé, qu'il s'agisse des banques et des assurances (1,086 Md€ en 2009 contre 5,199 Md€ en 2008, soit une diminution de - 79 % en montant et de - 10 % en part relative rapporté au total levé), des fonds de fonds (- 71 % en montant) ou des caisses de retraite (- 85,2 % en montant).

Ce recul des investisseurs institutionnels privés peut s'expliquer par deux facteurs :

- ◆ d'une part, sur un plan conjoncturel, par le ralentissement économique observé en 2009, diminuant mécaniquement les montants susceptibles d'être levés ;
- ◆ d'autre part, et de manière plus structurelle pour le segment du capital-risque, par la très faible rentabilité financière de celui-ci. Ce segment affiche en effet des performances hétérogènes, négatives¹³ sur la moyenne des vingt dernières années et par conséquent peu incitatives pour les investisseurs privés.

¹² Tous segments du capital-investissement confondus (i.e. capital-risque ; capital-développement ; capital-transmission-LBO ; capital-retournement).

¹³ Voir AFIC, *Capital Risque : Activité 2009, performance nette 2008 et impact économique et social 2008*, Mai 2010.

À court terme, le recul des investisseurs privés dans le capital des PME non cotées pourrait s'aggraver, sous l'effet du durcissement des ratios de fonds propres par la réglementation européenne :

- ◆ **pour les sociétés d'assurance, avec la directive Solvabilité II**, adoptée en avril 2009 et dont l'entrée en vigueur est prévue en novembre 2012 (après vote des mesures d'application). Si ce texte n'est pas à l'origine exclusive du désinvestissement constaté des assureurs sur le marché actions, ses nouvelles normes prudentielles en matière de technique de valorisation et d'exigences en fonds propres risquent de modifier, voire de diminuer la politique d'investissement des assurances dans le capital des PME ;
- ◆ **pour les banques, avec les besoins de recapitalisation nés de la crise mais aussi le projet de la directive Bâle III¹⁴**, dont les mesures pourraient conduire à un renforcement des fonds propres et aboutir à une réallocation des investissements sur des activités moins consommatrices en fonds propres.

Ainsi, la conjonction de la crise économique, de la faible rentabilité financière du capital-risque et des évolutions prudentielles de la réglementation européenne, conduisent à un recul des investisseurs institutionnels privés sur les segments du capital-risque (au sens large), conférant un rôle significatif aux dispositifs publics d'incitation fiscale des personnes physiques.

1.2.2. Pour autant, la contrainte budgétaire pesant sur les finances publiques exige un emploi comme un suivi plus rigoureux des avantages fiscaux sur l'IR et sur l'ISF

Bien que les réductions d'IR et d'ISF tendent à revêtir un poids significatif dans les montants levés par les segments du capital-risque et du capital-développement, **le contexte budgétaire actuel exige toutefois un emploi et un suivi plus rigoureux de ces dispositifs.**

La contrainte pesant sur les finances publiques exige de fait une vigilance accrue sur l'allocation des recettes fiscales auxquelles l'État renonce : dans un contexte de nécessaire redressement du déficit et de la dette publique, **la dépense fiscale doit pleinement démontrer sa justification économique.** Or, à la date de la mission, la typologie des investissements de chaque véhicule (cf. *infra*, 3) révèle, parfois dans des proportions particulièrement élevées, **des allocations ne justifiant pas un soutien public, à travers des effets d'aubaine** appelant dès lors **un resserrement de l'emploi des crédits.**

À cette fin, il apparaît indispensable que **les pouvoirs publics se dotent d'un véritable mécanisme de suivi de la destination des investissements réalisés grâce aux avantages fiscaux IR et ISF**, afin de mieux connaître **les PME investies** (taille, stade de développement,...) et de s'assurer ainsi de la **bonne utilisation des crédits publics.**

¹⁴ Afin de répondre aux défaillances apparues à l'occasion de la crise économique, le comité de Bâle a diffusé, en décembre 2009, un premier paquet de propositions soumises à consultation, et par conséquent encore fortement susceptibles d'évoluer.

2. Si l'existence de certaines défaillances de marché justifie une intervention de l'État pour l'investissement dans les PME, le capital-investissement n'est toutefois adapté qu'à certains profils d'entreprises

2.1. La théorie économique justifie la création de dispositifs publics d'incitation à l'investissement dans les PME pour pallier certaines défaillances de marché

2.1.1. Aucune étude économique ne permet de démontrer un rationnement généralisé des PME françaises en fonds propres

Pour financer son activité, une entreprise dispose de deux principales sources de financement : l'endettement (notamment auprès du secteur bancaire) et l'augmentation de ses fonds propres. Si la théorie économique classique¹⁵ considère qu'il n'existe pas de niveau idéal de fonds propres ou de structure financière optimale, dans les faits, le choix d'une de ces sources dépend de la temporalité du besoin de financement et de la nature de l'activité de l'entreprise.

Un niveau de fonds propres suffisant s'avère déterminant pour le développement d'une entreprise, dans la mesure où ces derniers servent de garantie aux créanciers (et accroissent donc la capacité d'endettement future) et jouent un rôle d'amortisseur en cas de choc négatif. L'importance d'un financement par augmentation successive des fonds propres se vérifie particulièrement pour **deux catégories d'entreprises** : les **entreprises nouvellement créées et celles à forte intensité technologique**, confrontées à des difficultés de financement par endettement, dans la mesure où toutes deux présentent un fort niveau de risque, et ne disposent ni d'un historique de crédits remboursés, ni d'actifs corporels pouvant servir de garantie.

Bien que l'idée soit fortement répandue, **aucune étude micro- ou macroéconomique ne permet de conclure à un rationnement généralisé en fonds propres des entreprises françaises**. Les PME et PMI ne semblent pas, en moyenne, sous-capitalisées : selon les calculs réalisés par la Banque de France, elles se situaient en 2008 en 3^{ème} position pour le poids de leurs fonds propres au sein de leur bilan, après la Belgique et la Pologne (cf. annexe II).

Les entreprises françaises se distinguent plutôt de leurs voisins européens par **la faiblesse de leur endettement bancaire, des liquidités plus importantes** (1/4 des entreprises ont un niveau de liquidité supérieur à 25 % du poids de leur bilan) et **la faiblesse du poids des actifs immobilisés**.

Par ailleurs, si **le capital-risque et le capital-développement jouent un rôle significatif dans le financement des entreprises, ces derniers ne constituent toutefois pas le levier exclusif du financement des PME**. En effet, s'il n'est pas possible de chiffrer précisément le poids du capital-risque dans l'augmentation des fonds propres des PME, des comparaisons chiffrées entre les investissements bruts des fonds de capital-risque et l'augmentation nette des fonds propres permettent d'affirmer que le capital-risque joue un **rôle significatif mais non prépondérant**. Ainsi entre 2006 et 2008, les flux d'investissements du capital-risque et du capital-développement s'élèvent à **6 Md€ (hors désinvestissement), tandis que les fonds propres des PME ont augmenté sur la période de 21,557 Md€** (y compris les destructions liées à des fermetures d'entreprises).

¹⁵ F. Modigliani et M. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theorie of Investment*, American Economic Review (1958).

Rapport

Tableau 2 : Évolution croisée du stock de fonds propres des entreprises françaises et des flux d'investissement du capital-risque et du capital-développement (2006-2008)

	2006	2007	2008	Évolution 2006-2008 (M€)
Évolution du niveau de fonds propres (en stock et en M€)				
PME	138 884,00	156 271,70	160 441,90	+ 21 557,90
ETI	169 493,80	190 965,90	190 028,40	+ 20 534,60
Grandes entreprises	1 320 883,80	1 496 968,20	1 440 136,80	+ 119 253,00
Progression pour les PME	-	+ 17 387,70	+ 4 170,2	-
Investissements¹⁶ de capital-risque et capital-développement (en flux et en M€)				
Capital-risque	536	677	758	+1 971
Capital-développement	1 057	1 310	1 653	+ 4 020
Total	1 593	1 987	2 411	+ 5 991

Source : Banque de France et AFIC.

Enfin, la réforme de la taxe professionnelle permettra aux entreprises françaises de renforcer leurs fonds propres, en augmentant de manière très significative leur capacité d'autofinancement. En effet, comme l'a montré un récent rapport de l'IGF¹⁷, la suppression de la taxe professionnelle et son remplacement par la contribution économique territoriale (CET), la cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises (CVAE) et l'imposition forfaitaire sur les entreprises de réseaux (IFER) conduisent à une réduction globale de la fiscalité sur les entreprises de plus de 5 Md€ par an.

Cet effet global est particulièrement élevé pour les plus petites entreprises qui, en deçà d'un chiffre d'affaires de 2 M€ verront leur charge fiscale locale réduite de l'ordre de 50 %, et pour le secteur manufacturier. Ainsi, l'industrie automobile connaîtra une baisse de sa charge fiscale locale de près de 60 % de baisse de fiscalité, le secteur de la construction de plus de 40 %, et les industries agroalimentaires et de biens intermédiaires de près de 40 %.

Au total, l'ensemble de ces éléments statistiques confirme l'idée d'une couverture globale relativement satisfaisante des besoins en fonds propres des PME et ETI françaises.

2.1.2. Une intervention publique est toutefois justifiée pour soutenir l'augmentation en fonds propres des PME confrontées à des défaillances de marché

S'il n'existe pas de rationnement généralisé en fonds propres des PME françaises, certaines entreprises peuvent toutefois justifier la création de leviers publics d'incitation à l'investissement dans leur capital, dès lors qu'elles suscitent une aversion au risque des investisseurs privés traditionnels (reflétée par exemple par la faiblesse de l'endettement bancaire et par le poids important de la trésorerie dans le bilan des PME).

¹⁶ Ces données doivent être considérées avec prudence, dans la mesure où les flux additionnent les seuls investissements des FCPR et des véhicules fiscaux type FCPI et FIP (et non des holdings). Une telle comparaison comporte en outre certaines limites méthodologiques : l'évolution du stock de fonds propres résulte du développement des entreprises mais également des flux annuels de création et de destruction de celles-ci ; par conséquent, cette évolution est nécessairement marquée par le cycle économique, notamment en bas de cycle. D'autre part, les investissements annuels, tels que recensés par l'AFIC, sont des flux bruts, n'incluant pas les désinvestissements des fonds, et surestimant donc le poids du capital-investissement.

¹⁷ Rapport de l'IGF n° 2010-M-007-02, *Évaluation des effets de la réforme de la taxe professionnelle sur la fiscalité des collectivités locales et sur les entreprises*, Mai 2010.

Deux types d'entreprises semblent particulièrement exposés à des défaillances :

- ◆ **les entreprises présentant un niveau de risque très important en raison du caractère innovant de leur activité.** Qu'elle soit de rupture technologique ou d'usage (liée à l'émergence d'un nouveau produit sur le marché), **l'innovation entraîne deux défaillances de marché : une externalité positive** pour l'innovation technologique (activité de R&D) et **une asymétrie d'information**, les agents économiques étant potentiellement moins enclins à investir dans une activité nouvelle et/ou peu connue ;
- ◆ **les entreprises en phase d'amorçage ou d'expansion**, également confrontées à une **asymétrie d'information** et à une **aversion pour le risque** des investisseurs traditionnels, dans la mesure où elles ne sont pas encore en situation de s'autofinancer.

Ces éléments ont été confirmés lors des entretiens de la mission avec des dirigeants de PME, indiquant des difficultés à mobiliser des financements à l'amorçage, **pour des tickets couvrant un déficit de fonds propres (« equity gap ») inférieur à 0,5 M€**, et en cas d'intensité technologique marquée.

Ces préoccupations sont d'ailleurs partagées par la Commission européenne. Celle-ci a reconnu, dans une communication de 2005¹⁸ consacrée à l'actualisation de la stratégie de Lisbonne, que **le capital-investissement proposé aux jeunes entreprises innovantes était insuffisant et que le capital-investissement était un objectif communautaire, autorisant des aides publiques**, néanmoins strictement encadrées par des lignes directrices¹⁹. C'est précisément dans ce contexte que le dispositif dit « TEPA » a été validé vis-à-vis du droit communautaire.

Si le principe d'un soutien public peut être justifié par la théorie économique, l'avantage fiscal n'en doit pas moins être fortement encadré pour être proportionné et économiquement efficace. À cet égard, il apparaît indispensable de **s'assurer** :

- ◆ **que les investissements publics ne se traduisent pas par des effets d'aubaine²⁰ ;**
- ◆ **que l'existence d'une faille de marché est avérée** (niveau de risque et asymétries d'information à l'origine d'un rationnement en fonds propres ; ticket d'une taille trop faible pour intéresser le marché ; externalités positives résultant de l'activité des entreprises investies) ;
- ◆ **que les entreprises investies ne bénéficient pas déjà d'une aide publique** (subventions, tarifs régulés,...).

Par ailleurs, **la puissance publique doit vérifier que l'avantage fiscal qu'elle instaure n'est pas capté par les intermédiaires** (pour financer le fonctionnement des sociétés de gestion et des distributeurs), mais sert bien avant tout à **compenser le risque pris par le souscripteur**, en garantissant une rentabilité minimale à son investissement.

L'aide publique doit en outre être efficace économiquement, ce qui implique de pouvoir démontrer que **le soutien public a un impact positif sur les entreprises aidées**, mesurable à la lumière de certains agrégats (chiffre d'affaires, emploi, rentabilité...), notamment par rapport à des entreprises comparables mais non aidées.

¹⁸ *Travaillons ensemble pour la croissance et l'emploi – Un nouvel élan pour la stratégie de Lisbonne*, COM(2005) 24.

¹⁹ *Lignes directrices concernant les aides d'État visant à promouvoir les investissements en capital-investissement dans les petites et moyennes entreprises*, 2006/C 194/02.

²⁰ Un effet d'aubaine revient à une déperdition de l'argent public, dans la mesure où il caractérise une situation où un acteur bénéficiant d'un avantage public aurait en tout état de cause agi conformément à l'objectif de la puissance publique, quand bien même un avantage n'avait pas été créé pour l'y inciter.

Enfin, à plus long terme (dans des temporalités variables selon les secteurs concernés), quand bien même la non-rentabilité est étroitement liée à la présence d'une défaillance de marché, justifiant une intervention publique, **les investissements dans les entreprises doivent tendre à être financièrement rentables**²¹ : des investissements durablement et majoritairement déficitaires signifieraient en effet que **la puissance publique soutient des activités non-viables économiquement**, avec pour conséquence une allocation sous-optimale de l'épargne et des facteurs de production, ou que la rentabilité financière est captée par les intermédiaires en raison d'importants frais de gestion.

2.2. Le capital-investissement « classique » n'est toutefois pas un outil de financement adapté à toutes les entreprises

Si leur existence s'avère pleinement justifiée à la lumière de certaines défaillances de marché, **les leviers du capital-risque et du capital-développement ne peuvent toutefois constituer un instrument de financement adapté à toutes les PME.**

De fait, le niveau élevé des coûts fixes de l'industrie du capital-investissement se traduit par **l'existence de frais et commissions très importants prélevés par les sociétés de gestion** (frais à l'entrée, frais de gestion annuels, frais de rachat au moment de la liquidation du fonds et, le cas échéant, « *carried interest* »), représentent en moyenne **38 % des montants levés** d'après par le rapport de l'IGF précité²².

Quand bien même le niveau de ces frais a vocation à être mieux suivi et encadré, leur seule existence incite à privilégier le recours au capital-risque et au capital-investissement **pour des entreprises en forte croissance, présentant des espérances de rendement capables de couvrir un tel niveau de frais et d'assurer au souscripteur une rentabilité suffisante.**

Au final, le marché du capital-investissement n'a par conséquent pas vocation à financer l'ensemble des PME françaises, et notamment les PME traditionnelles sans perspective de forte croissance, mais doit bien plutôt cibler **un profil d'entreprises à fort potentiel de croissance et de développement.** Dans la même lignée, un rapport du Conseil d'analyse économique (CAE) de 2008²³ estimait déjà que les secteurs d'activités financés par le capital-investissement devaient présenter une croissance minimum de 15 % pendant au minimum cinq ans pour que l'investissement soit rentable.

²¹ Cette exigence est toutefois à nuancer en présence d'externalité publique positive.

²² Estimation obtenue sur échantillon.

²³ Jérôme Glachant, Jean-Hervé Lorenzi et Philippe Traimar, *Private Equity et capitalisme français*, rapport n° 75 du CAE, 2008.

3. En dépit d'un coût croissant pour les finances publiques, les dispositifs fiscaux en faveur de l'investissement dans les PME manquent d'efficacité économique, s'accompagnent d'importants effets d'aubaine et font courir un risque financier à leurs souscripteurs

3.1. Les dispositifs fiscaux d'incitation au capital-investissement dans les PME ont connu une croissance très dynamique, qui s'est accélérée depuis 2007

Le soutien public à l'investissement dans les PME, et plus précisément au capital-risque et au capital-développement, est en France particulièrement important (cf. annexe V à titre de comparaison internationale) : outre les dispositifs fiscaux précités, ce soutien se traduit également par les interventions directes de plusieurs organismes tels que la Caisse des dépôts (plus précisément des interventions directes de sa filiale CDC Entreprises), Oséo-Innovation et Oséo-Garantie (cf. annexe I pour le panorama détaillé des dispositifs publics de soutien).

Parmi ces instruments, **les dispositifs fiscaux occupent une place centrale.**

3.1.1. Les créations des véhicules fiscaux des FIP et FCPI ont régulièrement augmenté depuis 1997, pour atteindre une centaine de véhicules créés en 2009

Parallèlement aux investissements en direct des personnes physiques, les investissements dans les PME peuvent être réalisés par le biais des **véhicules fiscaux** que sont **les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI - article L. 214-41 du code monétaire et financier, auquel la LFI 1997 octroie un avantage fiscal sur l'IR), les fonds d'investissement de proximité (FIP - créés par la loi n°2003-721 du 1^{er} août 2003 pour l'initiative économique), et enfin les holdings.**

En l'absence de tout dispositif de recensement et de suivi consolidé des holdings investissant dans les PME (cf. *infra*, 3.3.1), la mission n'a cependant pu recueillir de statistiques consolidées sur ce dernier véhicule.

Les données de l'AFIC permettent en revanche de suivre **l'évolution des FIP et FCPI créés chaque année.**

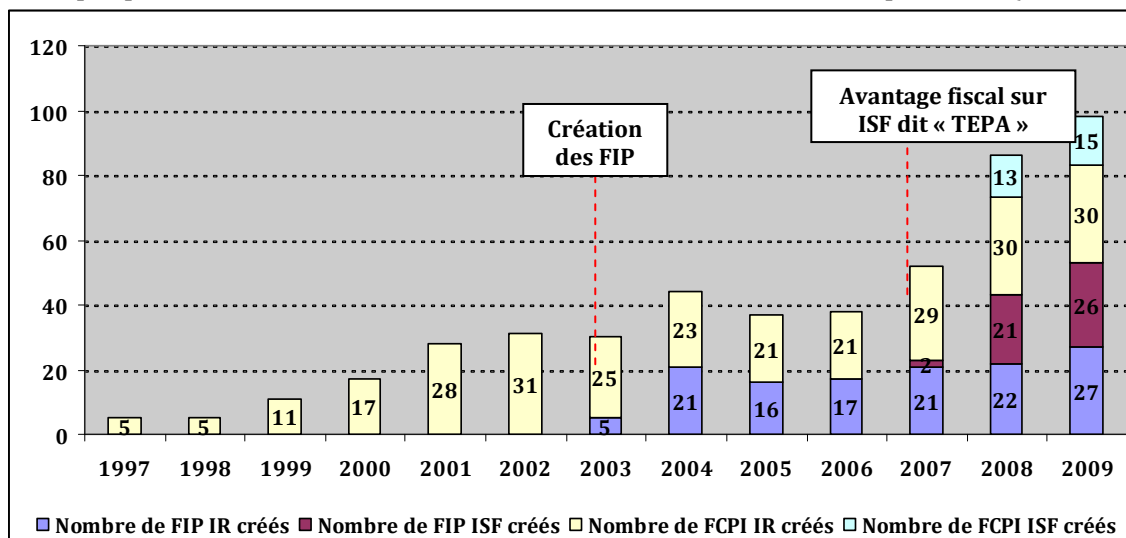
Tableau 3 : Ventilation détaillée des créations annuelles de FCPI et FIP (1997-2009)

Type de véhicule	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Total
FIP-IR	-	-	-	-	-	-	5	21	16	17	21	22	27	129
FIP-ISF	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	21	26	49
FCPI-IR	5	5	11	17	28	31	25	23	21	21	29	30	30	276
FCPI-ISF	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13	15	28
Total	5	5	11	17	28	31	30	44	37	38	52	86	98	482

Source : Mission.

Rapport

Graphique 1 : Évolution du nombre de véhicules FCPI et FIP créés chaque année (1997-2009)



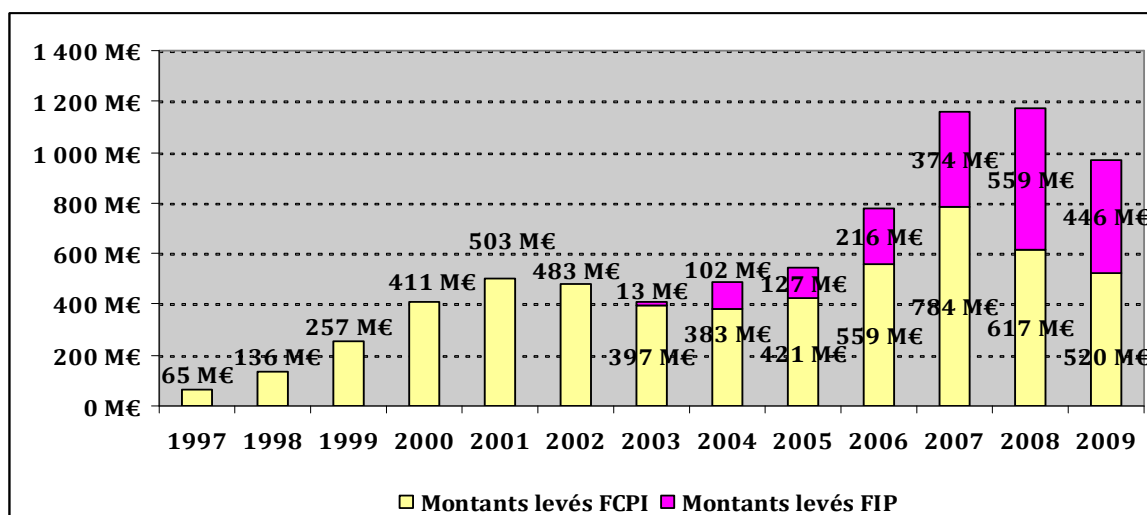
Source : Mission.

Avec un total cumulé de 482 fonds sur la période 1997-2009, la création des FIP et FCPI affiche une augmentation régulière, pour atteindre une centaine de fonds lancés en 2009 (98 exactement), répartis en 45 FCPI soit le plus haut niveau constaté depuis leur création (30 au titre de l'avantage fiscal IR et 15 pour l'ISF) et 53 FIP (répartis en 27 FIP-IR et 26 FIP-ISF).

Les montants collectés ont connu une progression parallèle à celle de la création annuelle de véhicules d'investissement, aboutissant à un pic de collecte de 1 176 M€ en 2008. Alors même que le nombre de véhicules créés continue d'augmenter, l'année 2009 connaît toutefois un décrochage en termes de collecte, résultant à la fois de la diminution du nombre de souscripteurs (135 000 en 2009 contre 145 000 en 2008) et du montant moyen des souscriptions (6 660 € pour les fonds créés en 2009 contre 7 780 € pour les fonds créés en 2008). Il est probable que la décreue observée en 2009 soit liée à la multiplication des véhicules d'investissement concurrençant les FIP et FCPI (holdings, mandats de gestion et mandats de conseil) par des taux de réductions d'ISF plus avantageux, notamment les holdings passives, offrant un avantage fiscal maximal de 75 % alors même que l'avantage fiscal lié à la souscription dans des FIP et des FCPI ne peut dépasser 50 % (les montants déclarés investis dans des holdings ont progressé de +75 % entre 2008 et 2009).

Rapport

Graphique 2 : Montants levés par année par les FIP et les FCPI (1997 - 2009) - en M€



Source : AFIC.

3.1.2. La dépense fiscale des dispositifs de réduction sur l'IR et l'ISF a franchi le seuil du milliard d'euros depuis 2008 et s'élève à 1,122 Md€ en 2009

Si on cumule les montants des investissements directs et indirects, tous véhicules par ailleurs confondus (FIP, FCPI et holdings), la dépense fiscale accordée par les avantages fiscaux sur l'IR et l'ISF en faveur des PME représente **1,122 Md€ en 2009**.

Cette dépense a fortement cru depuis 2006 pour franchir le seuil du milliard d'euros en 2008, à la suite de l'adoption de la loi TEPA et de l'octroi des avantages fiscaux sur l'ISF. Cette multiplication par quatre de la dépense fiscale est intervenue sans que le besoin en fonds propres des PME ne puisse pour autant être clairement établi ou quantifié.

En 2009, les investissements réalisés au titre des avantages fiscaux sur l'ISF représentent à eux seuls près des 2/3 de la dépense fiscale, avec un montant total de 720 M€ (contre 402 M€ pour les exonérations au titre de l'IR).

Rapport

Tableau 4 : Dépense fiscale au titre des avantages fiscaux IR et ISF (1996-2009)

Véhicule	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Réduction d'impôt sur le revenu (IR)														
Investissement direct	37	52	52	56	53	64	60	60	120	130	150	160	185	207
FCPI	-	-	9	34	55	85	105	95	90	90	110	135	160	116
FIP	-	-	-	-	-	-	-	-	5	20	30	50	75	70
FIP Corse	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7	9
Total des réductions d'impôt sur le revenu	37	52	61	90	108	149	165	155	215	240	290	345	427	402
Réduction d'impôt sur la fortune (ISF)														
Investissement direct	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	432	421
Holdings	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	106	186
FCPI - FCPR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	62	40
FIP	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	120	73
Total des réductions d'ISF	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	720	720
Total des réductions d'IR et d'ISF	37	52	61	90	108	149	165	155	215	240	290	345	1 147	1 122

Source : DLF.

3.1.3. Les investissements sont caractérisés par une forte concentration géographique

Les flux du capital-risque et du capital-développement en faveur des PME sont orientés majoritairement vers les entreprises françaises : sur 397 M€ investis via des FCPI en 2009, 336 M€ (soit 84 %) le sont en France, 51 M€ en Europe et 10 M€ dans le reste du monde. Cette répartition se vérifie au niveau de l'allocation des investissements des FCPR (fonds communs de placement à risques²⁴), avec 65 % des investissements en France, 32 % en Europe et 3 % dans le reste du monde.

Au sein même du territoire français, l'étude de la localisation des investissements des FCPI et des FIP montre que ceux-ci **se concentrent sur trois régions françaises**, à savoir l'Île-de-France, PACA et Rhône-Alpes, **représentant à elles seules près de 75 %²⁵ des montants investis** (dont 55 % pour la seule Ile-de-France).

3.2. Les FCPI se sont progressivement éloignés de leur objectif initial malgré l'existence d'une pré-sélection à l'investissement établie par Oséo

- ♦ **Champs étudiés :** la mission a procédé à trois études économiques complémentaires, ainsi qu'à une étude de la performance financière des véhicules.

D'une part, elle a étudié, en partenariat avec les services de la DG Trésor, une population de **115 entreprises qualifiées « innovantes » par Oséo²⁶ et investies par des FCPI entre 2000 et 2002²⁷**. L'évolution de ces 115 entreprises investies par des FCPI a été comparée à celle d'un **groupe de contrôle de 198 autres sociétés selon une technique économétrique classique dite de « matching »²⁸**, également qualifiées innovantes par Oséo mais toutefois non investies par des FCPI. Les 115 entreprises étudiées ont reçu un montant total d'investissement jusqu'en 2007²⁹ de **457 M€, soit près de 4 M€ en moyenne par entreprise. Les investissements des FCPI représentent une part déterminante des fonds propres des entreprises : le montant investi entre 2000 et 2007 représente en moyenne treize fois leur capital social en 2002** (et trois fois en médiane).

²⁴ Les FCPR ont été créés par l'article 23 de la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne.

²⁵ Localisation réalisée par la mission à partir des données de la DGFIP, portant sur les investissements des FCPI entre 2007 et 2009 et des FIP entre 2004 et 2009.

²⁶ L'analyse effectuée par Oséo est réalisée dans le cadre tracé par le décret n° 97-682 du 31 mai 1997 relatif à l'aide à l'innovation, qui définit des critères d'appréciation (caractère innovant du programme, potentiel de croissance et de création d'emplois, intérêt économique des produits ou procédés, qualité technique du programme, capacité technique, industrielle, commerciale et financière du bénéficiaire) Les frais d'examen du dossier à la charge de l'entreprise s'élèvent, à la date de la mission, à 2 631,20 €.

²⁷ Ces millésimes ont été retenus afin de bénéficier d'une profondeur historique suffisante pour pleinement apprécier l'impact macro-économique de l'investissement au sein des PME.

²⁸ La technique dite de « matching » est une méthode économétrique permettant d'évaluer l'impact d'un dispositif public pour ses bénéficiaires et, plus généralement, son efficacité. Dans le cas d'espèce, on compare les performances (en termes d'emploi, de chiffre d'affaires, de rentabilité) des entreprises ayant été investies par un FCPI avec un groupe dit « de contrôle ». Ce groupe, sélectionné de manière non-biaisée, rassemble des entreprises présentant les mêmes caractéristiques générales que celles du premier groupe, sans toutefois avoir été investies par un FCPI.

²⁹ Dernière année de base fiscale disponible à la date de la mission.

D'autre part, la mission a analysé les 365 entreprises nouvellement investies par les FCPI entre 2007 et 2009, et qualifiées comme « innovantes » par Oséo, afin de préciser la nature réelle de leur activité. Cette étude doit permettre d'évaluer la pertinence de l'affectation des investissements, l'existence d'éventuels effets d'aubaine ainsi que l'efficacité de travail de filtre de l'opérateur public.

Enfin, la mission a comparé l'évolution des entreprises investies par les FCPI avec celles des entreprises investies par des FCPR de capital-risque sélectionnés par CDC Entreprises.

◆ Analyse économétrique de l'évolution des entreprises investies par des FCPI :

- **rentabilité économique**³⁰ : pratiquement aucune des entreprises des deux groupes ne sont initialement rentables ; pour leur part, les entreprises investies par des FCPI présentent un **ratio initialement plus faible que les entreprises du groupe de contrôle**, ce qui peut traduire le **caractère risqué** des entreprises sélectionnées par les fonds, ou un potentiel de croissance plus élevé (des investissements lourds ayant été nécessaires, ce qui peut grever les résultats sur plusieurs exercices). **La progression de la rentabilité est toutefois légèrement plus forte** que dans le groupe de contrôle, avec une durée médiane comprise entre cinq et six ans pour dégager une rentabilité positive. Pour autant, 50 % des entreprises investies par des FCPI affichent encore une rentabilité négative en 2007 ;
- **chiffre d'affaires (CA)** : les entreprises investies par les FCPI ont initialement un CA plus important que celles du groupe de contrôle, et qui **croît plus rapidement**. L'investissement par un FCPI se traduit par un **surplus médian de + 600 000 € de CA** sur la période 2002-2007 ;
- **masse salariale** : l'écart positif lié à l'investissement par un FCPI se vérifie avec un surplus modeste mais statistiquement significatif, compris en hausse médiane entre + 100 000 € et + 300 000 €³¹.

Bien que ces résultats soient à considérer avec prudence, en raison de la forte dispersion de la performance des entreprises investies et des millésimes retenus pour l'étude (2000/2002), **l'évolution convergente de ces indicateurs (rentabilité, CA, masse salariale) indique un effet faiblement positif dans l'évolution de l'entreprise** (plus prononcé toutefois en matière d'évolution du CA que de masse salariale), tributaire aussi bien de **l'impact de l'investissement en lui-même** par le FCPI que de **la sélectivité de la stratégie d'investissement du fonds**.

◆ Typologie des secteurs investis :

Les 115 entreprises investies par des FCPI entre 2000 et 2002 sont classées, au regard de la nomenclature NES ³², **pour 84 % dans les services** (dont 53 % dans le « conseil et assistance ») et 15 % dans l'industrie.

On observe **une légère tendance à la diminution des investissements dans le secteur de la recherche et du développement**, passant de 17 % pour la cohorte 2000-2002 à 13 % des montants sur la période 1998-2009.

³⁰ Entendu ici comme le rapport du résultat d'exploitation au capital social de l'entreprise.

³¹ Ce qui peut s'interpréter comme une création d'emploi environ par structure financée.

³² La nomenclature économique de synthèse (NES), adoptée par l'Insee en 1994, est une double nomenclature nationale - d'activités économiques et de produits - agrégée, pertinente pour l'analyse économique. Toutefois, cette classification ne permet pas toujours d'apprécier l'activité réelle de l'entreprise, et doit être prise avec prudence. Par exemple, de nombreuses entreprises sont classées dans la catégorie « activités des sociétés de holding ». Un travail d'enquête, à partir des registre du commerce, des publications des sociétés de gestion ou des sites internet des sociétés doit être mené pour déterminer l'activité réelle de ces entreprises. La mission a procédé à un travail d'analyse fin de l'activité réelle de toutes les entreprises investies entre 2007 et 2009, afin d'établir une cartographie précise des investissements (*cf. infra*).

Rapport

Tableau 5 : Principaux secteurs d'investissement des FCPI (cohortes 1998-2009 et 2000-2002)

Les principaux secteurs financés par les FCPI				
Secteur d'activité (nomenclature NES)	1998-2009		2000-2002	
	Montant (M€)	en %	Montant (M€)	en %
Industries des équipements électriques et électroniques	115,7	5 %	15,3	3 %
Commerce de gros, intermédiaires	135,4	5 %	17,8	4 %
Commerce de détail, réparations	79,3	3 %	8,8	2 %
Activités financières	35,1	1 %	2,3	0 %
Conseils et assistance	1337,4	53 %	220,4	48 %
<i>Dont</i>				
<i>Conseil en systèmes informatiques</i>	183,9	7 %	12,2	3 %
<i>Edition de logiciels (non personnalisés)</i>	497,6	20 %	94,6	21 %
<i>Autres activités de réalisation de logiciels</i>	118,2	5 %	8,1	2 %
<i>Conseil pour les affaires et la gestion</i>	91,9	4 %	15,0	3 %
<i>Administration d'entreprises</i>	71,2	3 %	11,8	3 %
<i>Ingénierie, études techniques</i>	132,2	5 %	14,6	3 %
Recherche et développement	333,6	13 %	77,6	17 %
Autres	477,3	19 %	114,5	25 %

Source : Mission – DG Trésor.

Par ailleurs, la répartition sectorielle de la cohorte d'entreprises investies par les FCPI entre 2000 et 2002 apparaît proche de l'ensemble des entreprises touchées par le dispositif entre 1998 et 2009 en termes de montants investis (tableau ci-dessous, pour la cohorte 2000-2002 sont comptabilisés les financements reçus jusqu'en 2007).

Une vigilance apparaît toutefois sur les pratiques d'investissement des FCPI, tendant à s'éloigner de l'esprit initial des dispositifs :

- ◆ en premier lieu, on constate **un accroissement régulier, depuis 2000, de l'âge moyen des entreprises investies**, passant d'environ trois ans en 2000 à six ans à la date de la mission (*a contrario* de l'âge des entreprises investies par les FCPR, stabilisé à quatre ans depuis 2001). Deux facteurs non exclusifs peuvent expliquer cette évolution vers le financement de projets plus avancés (« *late stage* ») :
 - soit les FCPI financent désormais des projets plus matures, donc moins risqués et plus rentables ;
 - soit les FCPI, qui lèvent beaucoup plus de fonds qu'à leurs débuts, éprouvent des difficultés à trouver des projets nouveaux en nombre suffisant.
- ◆ En second lieu, **on constate une réduction des investissements dans des secteurs ou des entreprises intenses en technologie** (*cf. infra*).
- ◆ **Qualification FCPI des entreprises par Oséo :**

La question de la pertinence des investissements des FCPI se pose pour certaines entreprises, pourtant qualifiées d'« innovantes » par Oséo et investies par des FCPI. L'analyse, par la mission, de 365 entreprises labellisées et investies pour la première fois par des FCPI sur la période 2007-2009 suscite en effet, pour 81 d'entre elles représentant près de 30 % des montants nouvellement investis, plusieurs interrogations au regard de l'activité de certaines entreprises³³ (*cf. annexe II*).

La mission a ainsi pu constater parmi les entreprises nouvellement qualifiées et investies :

³³ Au total, 81 entreprises ont été retenues par la mission sur les 365 sociétés, représentant à elles seules 147 M€ d'investissements des FCPI. La mission procédera à une analyse détaillée de la justification de ces investissements et du caractère innovant des entreprises qualifiées d'ici à fin septembre.

Rapport

- ◆ **une faible représentation des entreprises industrielles ou des entreprises à très forte intensité technologique ;**
- ◆ **la présence d'entreprises bénéficiant d'un effet d'aubaine.** Par exemple, un cabinet de conseil a vu son activité qualifiée comme « innovante », car il a développé en interne, pour quelques dizaines de milliers d'euros, un logiciel permettant de faciliter le travail de ses consultants à l'extérieur ; grâce à cette qualification, il a levé auprès de FCPI une somme supérieure à 1 M€ ;
- ◆ **la présence d'activités qui ne peuvent plus être considérées comme « innovantes » aujourd'hui,** même si elles se rattachent aux technologies de l'information et de la communication (sites de ventes privées, activités de marketing sur internet etc.).

Au total, la qualification des entreprises semble procéder d'une acception trop large de la notion d'« innovation » incluant, outre l'innovation de rupture technologique et l'innovation d'usage, une innovation « de services » revenant à labelliser des entreprises présentant un profil global peu innovant et peu risqué. Or, **une qualification trop large risque d'aggraver la tendance des FCPI à investir dans les sociétés les moins exposées,** et justifiant par conséquent le moins une aide publique pour leur financement. Enfin, la qualification d'« entreprise innovante » ne revêt pas partout la même dimension au sein du réseau d'Oséo, avec des divergences méthodologiques entre directions régionales.

Rapport

Tableau 6 : Sélection de nouveaux investissements des FCPI (2007-2009)

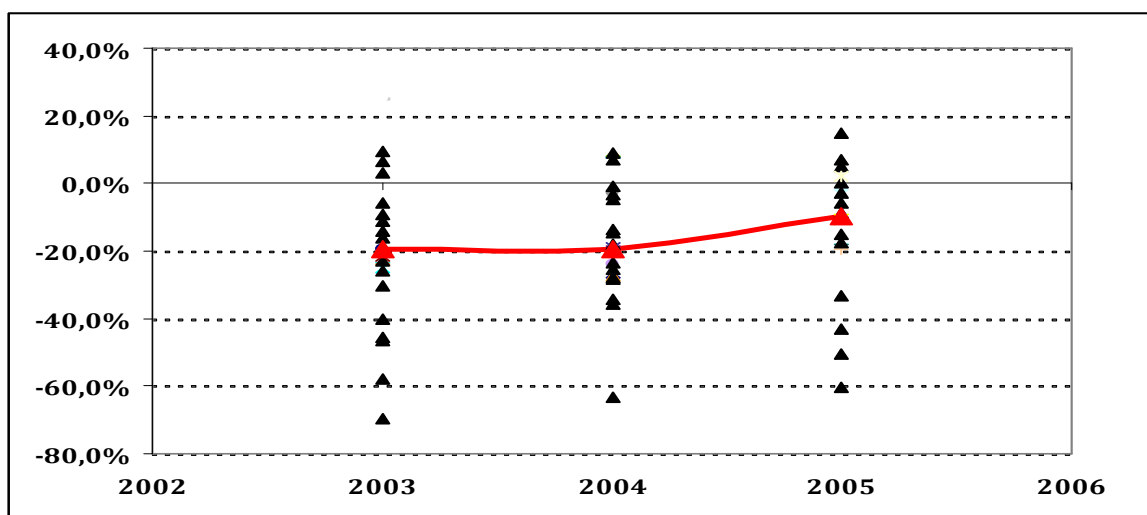
Secteurs	Investissement la 1 ^{ère} année (en k€)	Poids dans le total des nouveaux investissements 2007-2009
E-commerce (vêtements, chaussures, accessoires et nourritures pour animaux domestiques, voyages, mobilier de jardin etc....)	37 635,9	7,45 %
Consulting	15 686,1	3,10 %
Vidéos sur internet	10 578,1	2,09 %
Éolien	10 136,9	2,01 %
Distributeur de musique en ligne	8 501,0	1,68 %
Logiciels	6 638,2	1,31 %
Agences de publicité et marketing interactif	6 386,5	1,26 %
Médias en ligne	5 449,0	1,08 %
Assurance automobile	4 522,3	0,90 %
Producteur de matières premières agricoles (Ukraine)	3 854,0	0,76 %
Holding	3 510,0	0,69 %
Services financiers	3 453,1	0,68 %
Production de films	3 209,7	0,64 %
Boissons gazeuses « bio »	3 000,0	0,59 %
Produits de beauté sur mesure	3 000,0	0,59 %
Location de matériel BTP	2 900,0	0,57 %
Éditeur de sites internet (généalogie, actu "people", cuisine etc...)	2 809,5	0,56 %
Ustensiles de cuisine	2 399,4	0,47 %
Conseil pour gérer le réchauffement climatique	2 131,0	0,42 %
Divers	11 132,0	2,20 %
<i>Dont</i>		
<i>Comparateurs de prix et communautés d'acheteurs en ligne</i>	1 999,8	0,40 %
<i>Services aux comités d'entreprises</i>	1 807,9	0,36 %
<i>Agence de presse</i>	1 649,0	0,33 %
<i>Équipementier motocyclique (antivol, selles, roues...)</i>	1 370,0	0,27 %
<i>Conseil en développement durable pour les gestionnaires d'immeubles</i>	799,0	0,16 %
<i>Aide à l'export</i>	700,0	0,14 %
<i>Services d'audio et de web-conférences</i>	618,0	0,12 %
<i>Mobilier de collecte de déchets</i>	600,0	0,12 %
<i>Encodage, hébergement de fichiers audio ou vidéo</i>	450,0	0,09 %
<i>Laboratoire de médecine esthétique</i>	383,0	0,08 %
<i>Constructeur de catamarans</i>	300,0	0,06 %
<i>Assistance informatique (particuliers et professionnels)</i>	209,3	0,04 %
<i>Fabrication de sauces et de condiments cuisine</i>	166,9	0,03 %
<i>Location de voitures</i>	79,1	0,02 %
Total	146 932,5	29,1 %

Source : Mission.

◆ **Performance financière :**

L'investissement dans un FCPI est particulièrement risqué pour le souscripteur. Les fonds souscrits entre 2003 et 2005 affichent ainsi **une performance globale depuis l'origine de - 16,8 %**, et même inférieure à -20 % pour 50 % des fonds lancés en 2003 et 2004. **En rythme annualisé**, pour un fonds souscrit entre 2003 et 2005, **la performance moyenne des FCPI est particulièrement médiocre, de l'ordre de - 5,1 % par an** (passant en moyenne à seulement + 1,8 % par an en intégrant l'avantage fiscal, soit un résultat particulièrement faible pour le souscripteur compte tenu du caractère extrêmement risqué de cet investissement). Si la performance des fonds investis est extrêmement hétérogène et volatile, **certaines sociétés sous-performent en outre systématiquement le marché**, avec des performances globales de - 69,8 % pour le millésime 2003, -63,1 % pour 2004 et -60,3 % pour 2005. Cette **mauvaise performance structurelle peut résulter d'un éventuel manque de professionnalisation des équipes de gestionnaires, d'un sur-calibrage des investissements par rapport aux besoins économiques réels ou d'un niveau trop élevé des frais de gestion prélevés par les fonds, induisant un effet de « captation »**.

Graphique 3 : Performance à la fin de l'année 2009 des millésimes de FCPI créés entre 2003 et 2005 (évolution de la valeur liquidative depuis l'origine, en %)



Source : Mission.

Légende : chaque triangle matérialise la performance d'un FCPI, par millésime créé (axe des abscisses) ; la courbe rouge matérialise la médiane des fonds par millésime.

◆ **Modalités de fonctionnement des FCPI :**

Les ratios d'investissements imposés aux FCPI affichent une **complexité excessive et peu justifiée** : les paramètres de gestion des FCPI se sont accumulés au fil des années (ex. du quota de 6 % d'entreprises dont le capital est inférieur à 2 M€), conduisant à **un empilement de critères particulièrement peu lisible**. Par ailleurs, bien que les dispositifs FCPI-IR et FCPI-ISF poursuivent le même objectif, **leurs modalités de mise en œuvre s'avèrent différentes** (sous-quotas supplémentaires pour les FCPI-ISF). Au total, la complexité des ratios d'investissement imposés aux FCPI, qui ne semblent répondre à aucune logique économique et peuvent s'avérer redondants (ex. du quota de 6 % précité et de la condition d'âge de l'entreprise, ciblant tous deux l'*early stage*), **rend d'autant plus difficile l'effectivité du contrôle fiscal**.

◆ Délais d'investissement :

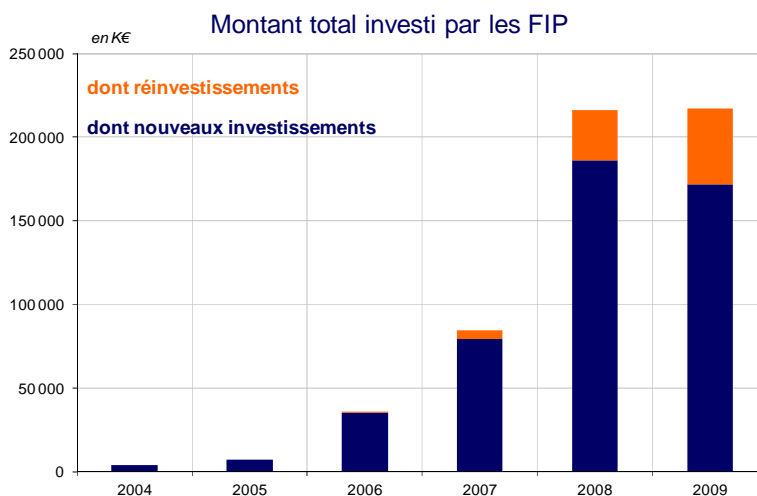
Les délais d'investissement des FCPI sont trop contraints (seize mois à compter de la clôture de la souscription) : les quotas doivent en effet être atteints à hauteur de 50 % au moins au plus tard huit mois à compter de la date de clôture de la période de souscription et à hauteur de 100 % au plus tard le dernier jour du huitième mois suivant. Cette contrainte de temps, supérieure à celle imposée aux FCPR (qui disposent *a minima* de deux exercices), est susceptible d'induire une moindre sélectivité dans les investissements des FCPI.

3.3. Les FIP-IR et ISF se sont traduits par d'importants effets d'aubaine et une médiocre couverture territoriale

◆ Champs étudiés :

La mission a étudié, en partenariat avec les services de la DG Trésor, une population de **566 PME investies par des FIP**, pour un montant total de **565 M€ entre 2004 et 2009** (446,3 M€ pour les FIP IR, et 118,8 M€ pour les FIP ISF) **et une moyenne annuelle de 94,2 M€**. Les entreprises ont été financées **en moyenne, depuis l'origine, à hauteur de 1 M€**, avec cependant **des montants hétérogènes**, 50 % des entreprises investies ayant reçu un investissement total à la fin 2009 inférieur à 575 K€, et *a contrario* un peu plus de 10 % ayant reçu plus de 2 M€. Depuis leur création en 2003, les FIP sont montés en puissance, pour atteindre **un investissement annuel de 217 M€ sur la période 2008-2009** (dont près de 20 % de réinvestissements), bénéficiant à près de 230 entreprises par an.

Graphique 4 : Investissements réalisés par les FIP (k€)



Source : Mission - DG Trésor.

Trois études économiques complémentaires ont été conduites : d'une part, la DG Trésor a procédé, comme pour les FCPI, à une analyse statistique des entreprises investies par les FIP ; d'autre part, la mission a analysé de manière exhaustive l'activité réelle des **566 entreprises investies entre 2003 et 2009**, afin d'évaluer la pertinence de l'affectation des investissements et l'existence d'éventuels effets d'aubaine. **Enfin, la mission a comparé l'évolution des entreprises investies par les FIP avec celles des entreprises investies par des SCR régionales investies par CDC Entreprises.**

Par ailleurs, comme pour les FCPI, la mission a procédé à l'étude des performances financières des FIP.

◆ Analyse des entreprises investies par des FIP :

Du fait du manque de profondeur historique sur les FIP, dispositifs plus récents³⁴, **seules les conditions initiales du premier investissement** ont pu être observées (celles-ci ne présageant donc pas nécessairement des performances à venir des entreprises investies).

La mission a ainsi croisé, avec l'appui des services de la DG Trésor, le profil des entreprises investies par des FIP et des FCPI, l'année de leur premier investissement, entre 2004 et 2007³⁵, sur **trois indicateurs**.

- **rentabilité économique** : les FIP investissent en médiane dans des entreprises initialement plus rentables que celles investies par les FCPI, avec 60 % des entreprises investies présentant un ratio de rentabilité³⁶ positif dès l'année de leur premier investissement, contre seulement 35 % pour les FCPI ;
- **chiffre d'affaires (CA)** : les entreprises investies par les FIP sont initialement plus grandes en termes de chiffre d'affaires que pour les FCPI ; si les FIP investissent initialement dans des entreprises d'un chiffre d'affaire moyen équivalent aux firmes sélectionnées par les FCPI (6 M€ de CA en moyenne contre 5,6 M€ pour les FCPI), ils investissent cependant davantage dans des entreprises présentant un CA élevé ;
- **masse salariale** : *a contrario*, la masse salariale des entreprises investies par les FIP est moins élevée que celle des entreprises investies par les FCPI (1,2 M€ pour 35 salariés en moyenne contre 1,6 M€ pour 41 salariés), ce qui pourrait être lié à la nature des emplois dans les entreprises sélectionnées : plus de recherche-développement dans les FCPI et donc une qualification et des rémunérations plus élevées des effectifs.

◆ Typologie des secteurs investis :

Parmi les entreprises dont le secteur a pu être identifié³⁷, **près de 80 % des montants investis par les FIP appartiennent au secteur des services marchands**³⁸ (82 % pour les FCPI), au sein desquels la répartition est distincte de la répartition des entreprises investies par les FCPI :

- ◆ 15 % des montants ont été investis dans le secteur du commerce (commerce de gros, de détails et réparations), contre 8 % pour les FCPI ;
- ◆ 14,6 % dans le conseil/gestion et l'administration d'entreprises (6,5 % pour les FCPI) ;
- ◆ 14,5 % dans l'informatique (33 % pour les FCPI) ;
- ◆ 4 % dans les activités financières et immobilières (1,5 % pour les FCPI) ;
- ◆ 2,2 % dans la recherche & développement (13,3 % pour les FCPI).

Toutefois, comme pour les FCPI, cette analyse de la DG Trésor repose sur la classification NES, et a donc été approfondie par une analyse exhaustive de l'activité réelle des entreprises investies (*cf. infra*).

³⁴ Loi n°2003-721 du 1^{er} août 2003 pour l'initiative économique.

³⁵ Après appariement avec la base fiscale, la population étudiée comporte 203 entreprises financées par les FIP (180 M€ d'investissement jusqu'en 2009) et 308 entreprises financées par les FCPI (1 Md€ jusqu'en 2009).

³⁶ Le ratio de rentabilité ici étudié est le résultat d'exploitation sur le capital social de l'entreprise.

³⁷ Couvrant 406 M€ d'investissement sur les 565 M€ totaux L'appariement avec les bases fiscales (dernières données en 2007) a en effet réduit le champ d'analyse à 453 entreprises financées par les FIP (on perd notamment 30 % des entreprises financées à partir de 2008).

³⁸ Pour les entreprises dont le secteur a pu être identifié (70 % des investissements totaux). Nomenclature d'activité NAF et NES de l'INSEE.

Rapport

Tableau 7 : Ventilation des principaux secteurs investis par des FIP

Les principaux secteurs financés par les FIP			
Secteur d'activité (nomenclature NES)	Montant (M€)	en %	(FCPI)
Industries des équipements électriques et électroniques	17,2	4 %	(5 %)
Commerces de gros, intermédiaires	40,7	10 %	(5 %)
Commerce de détail, réparations	21,0	5 %	(3 %)
Activités financières	17,4	4 %	(1 %)
Conseils et assistance	183,7	45 %	(53 %)
<i>Dont</i>			
<i>Conseil en systèmes informatiques</i>	15,9	4 %	(7 %)
<i>Édition de logiciels (non personnalisés)</i>	27,9	7 %	(20 %)
<i>Autres activités de réalisation de logiciels</i>	15,0	4 %	(5 %)
<i>Conseil pour les affaires et la gestion</i>	19,0	5 %	(4 %)
<i>Administration d'entreprises</i>	40,3	10 %	(3 %)
<i>Ingénierie, études techniques</i>	19,0	5 %	(5 %)
Recherche et développement	9,1	2 %	(13 %)
Autres	125,9	29 %	(20 %)

Source : Mission – DG Trésor.

Au total, selon les travaux de la DG Trésor, **les investissements des FIP apparaissent beaucoup moins orientés vers les secteurs innovants ou à contenu technologique** (informatique, recherche et développement).

Si ce constat est logique, en l'absence, contrairement aux FCPI, de tout critère d'innovation pour les FIP (essentiellement soumises à l'obligation d'investir dans une PME au sens communautaire, dont 10 % de sociétés nouvelles de moins de cinq ans), **l'analyse détaillée réalisée par la mission des PME investies par des FIP entre 2004 et 2009 montre cependant que plus de 52 % des investissements concernent des PME relevant au mieux d'un effet d'aubaine, au pire d'une distorsion de concurrence.**

Rapport

Tableau 8 : Secteurs investis par des FIP et présentant un effet d'aubaine (2004-2009)

Secteurs	Montant (k€)	Poids du secteur dans le total des investissements des FIP (2003-2009)	Nature de l'effet d'aubaine			
			Existence d'autres sources de financement public	Tarif régulé	Absence de risque (hors risque d'exploitation) et existence de sources privées alternatives de financement	Existence de sources privées alternatives de financement
Éolien	66 842,49	11,83 %		X	X	
Consulting (gestion, SI, réduction de coûts etc...)	41 544,11	7,35 %			X	
Agence de publicité et de marketing	25 210,94	4,46 %			X	
Photovoltaïque (exploitation de centrales, installations de panneaux etc...)	19 386,17	3,43 %		X	X	
Commerce de détail (informatique, textile, bandes dessinées, électronique, matériels de chasse, meubles, meubles de jardin, téléphone portable, répliques d'armes lumineuses, etc...)	18 801,58	3,33 %				X
E-commerce (vêtements, matériel informatique, voyages, accessoires pour animaux etc...)	17 863,14	3,16 %			X	
Location de matériel (location-bail, location informatique etc...)	16 876,19	2,99 %			X	
Média (radios, télévisions, magazines, collecte d'abonnements)	8 702,63	1,54 %				X
Prestations diverses (installations de climatisations, de matériels électriques, aménageurs de comble etc...)	8 336,00	1,48 %			X	
Production de films /dessins animées	6 739,13	1,19 %	X			X
BTP (entrepreneurs, construction de maisons)	5 841,62	1,03 %				X
Gestion d'établissements médicaux ou sociaux (clinique, EPHAD, crèche...)	5 018,43	0,89 %	X	X		
Immobiliers (agences immobilières, marchands de biens, sociétés d'aménagements fonciers, immobilier commercial etc...)	4 910,63	0,87 %			X	
Hôtellerie	3 972,49	0,70 %				X

Rapport

Secteurs	Montant (k€)	Poids du secteur dans le total des investissements des FIP (2003-2009)	Nature de l'effet d'aubaine			
			Existence d'autres sources de financement public	Tarif régulé	Absence de risque (hors risque d'exploitation) et existence de sources privées alternatives de financement	Existence de sources privées alternatives de financement
Cosmétique (cosmétique à base de pierres précieuses, cosmétique "du plaisir", cosmétique à base de champagne etc)	3 940,16	0,70 %			X	
Formation professionnelle	3 554,00	0,63 %	X		X	
Restauration (restaurant indépendant, chaîne de restauration rapide, traiteur)	3 350,24	0,59 %	X		X	
Fonds de placement et gestion de fonds	3 283,21	0,58 %			X	
Agences de voyage	3 274,44	0,58 %			X	
Aménagement d'espaces de bureaux	3 100,00	0,55 %			X	
Fabrique de chocolats	2 099,00	0,37 %			X	
Télécom (gros opérateurs)	1 636,80	0,29 %				X
Distribution (électricité, gadget de loisirs, jeux de société, vins et spiritueux)	1 623,51	0,29 %				X
Gestion de patrimoine	1 525,38	0,27 %			X	
Call centers	1 376,02	0,24 %			X	
Travail temporaire	1 250,00	0,22 %			X	
Coursier / messagerie	1 080,18	0,19 %			X	
Transport par hélicoptère	1 033,34	0,18 %			X	
Conseil et contrôle technique des ascenseurs	1 000,52	0,18 %			X	
Divers (inférieur à 1M€)	11 022,72	1,95 %				
<i>Dont</i>						
<i>Écoles de commerce</i>	1 000,00	0,18 %			X	
<i>Installateur de vidéo-surveillance</i>	863,82	0,15 %			X	
<i>Internet divers (conception de sites, gestion de sites etc...)</i>	799,64	0,14 %			X	
<i>Conseil en comité d'entreprise</i>	783,1	0,14 %			X	
<i>Équipementier sportif</i>	751,24	0,13 %			X	
<i>Société de production TV de deux animateurs connus</i>	717,29	0,13 %				X

Rapport

Secteurs	Montant (k€)	Poids du secteur dans le total des investissements des FIP (2003-2009)	Nature de l'effet d'aubaine			
			Existence d'autres sources de financement public	Tarif régulé	Absence de risque (hors risque d'exploitation) et existence de sources privées alternatives de financement	Existence de sources privées alternatives de financement
<i>Pompes funèbres</i>	565,37	0,10 %			X	
<i>Production de caviar</i>	562,5	0,10 %			X	
<i>Exploitations de carrières</i>	500,00	0,09 %			X	
<i>Conseil en gestion de patrimoine et défiscalisation</i>	500,00	0,09 %			X	
<i>Nettoyage / maintenance</i>	500,00	0,09 %			X	
<i>Institut de sondages</i>	476,00	0,08 %			X	
<i>Importateur de voitures/motos chinoises</i>	406,79	0,07 %				X
<i>Rachat de crédit immobilier, à la consommation, surendettement</i>	400,00	0,07 %			X	
<i>Coffrets cadeaux</i>	400,00	0,07 %			X	
<i>Location de voitures</i>	313,00	0,06 %			X	
<i>Centres de fitness</i>	300,00	0,05 %			X	
<i>Garage / accessoires pour tuning moto</i>	250,00	0,04 %			X	
<i>Instituts de minceur</i>	250,00	0,04 %			X	
<i>Société d'économie mixte immobilière d'une grande ville française</i>	230,00	0,04 %	X			
<i>Coiffure</i>	224,00	0,04 %			X	
<i>Parc d'attraction</i>	150,00	0,03 %			X	
<i>Gestion d'installations sportives</i>	80,00	0,01 %	X		X	
Total	294 195,1	52,1 %				

Source : Mission.

Rapport

En effet, en complément de l'étude statistique de la DG Trésor, **l'analyse exhaustive réalisée par la mission des 565 entreprises investies** montre que **294 M€ (soit 52 % du montant total) ont été investis par les FIP dans des entreprises n'étant confrontées ni à un risque ni à une quelconque défaillance de marché**, en raison de la présence de secteurs :

- ◆ **à revenus garantis** (15,3 % des montants par les FIP sont investis dans les secteurs de l'éolien et du photovoltaïque, bénéficiant même parfois du concours d'investisseurs privés³⁹) **ou subventionnés par des financements publics** (EHPAD, crèches, cliniques, maisons de retraite, production cinématographique,...) ;
- ◆ **relevant d'activités traditionnelles non risquées**, principalement tertiaires et marchandes (camping, hôtellerie, salons de coiffure, centres de fitness, gestion de patrimoine financier, consulting,...), et ne justifiant pas un soutien public, en l'absence d'une aversion au risque des investisseurs privés ;
- ◆ **dont l'apport au bien-être collectif s'avère discutable** (garages spécialisés dans le tuning de motos, société de restructuration des crédits immobiliers ou à la consommation, conseil en défiscalisation immobilière etc.)

Au total, une moitié des investissements des FIP ne justifie pas d'avantage fiscal, en l'absence de toute défaillance de marché.

Enfin, selon les données fournies à la mission par la DGFIP, **13,6 % des entreprises investies par des FIP relèvent d'un régime d'intégration fiscale**, soit en tant que « mère » (7,6 % des entreprises), soit en tant que « fille » (6,0 % d'entre elles) ; **pour ces entreprises, la mission considère également qu'il existe des sources de financement alternatives aux FIP, que ce soit au sein de leur groupe ou auprès du système bancaire.**

◆ Effectivité de la couverture territoriale :

Une des justifications premières de la création des FIP, à savoir le déploiement d'investissements de proximité sur l'ensemble du territoire national comme outil d'accompagnement de la décentralisation⁴⁰, **ne se vérifie pas dans la pratique**. Les investissements réalisés dans des PME par les FIP se révèlent **géographiquement concentrés sur quatre régions (Île-de-France, Rhône-Alpes, Champagne-Ardenne et Midi-Pyrénées)**, représentant à eux seuls **75,8 % du total des investissements de la période 2004-2009** (dont 51,4 % en IdF). **S'agissant du nombre des entreprises investies, dix départements représentent à eux seuls 60 %** et inversement 24 départements ne sont pas siège d'une entreprise financée par un FIP. **En outre, la répartition géographique des FIP ne se distingue pas de celle des FCPI**, les investissements étant ventilés de manière quasi identique.

³⁹ La mission a ainsi pu constater que certaines sociétés projets en matière d'éolienne étaient détenues à parité entre les FIP et des entreprises cotées au CAC 40.

⁴⁰ Pour mémoire, l'exposé des motifs du projet de loi pour l'initiative économique visait de fait à aider les PME lors de « *la création d'entreprise, en particulier vers les petits projets [...] économiquement viables et sources d'emplois* », à « *répondre à des besoins de financement actuellement peu ou pas couverts par le capital-investissement et [à] contribuer, en outre, à favoriser la dynamique économique régionale* ».

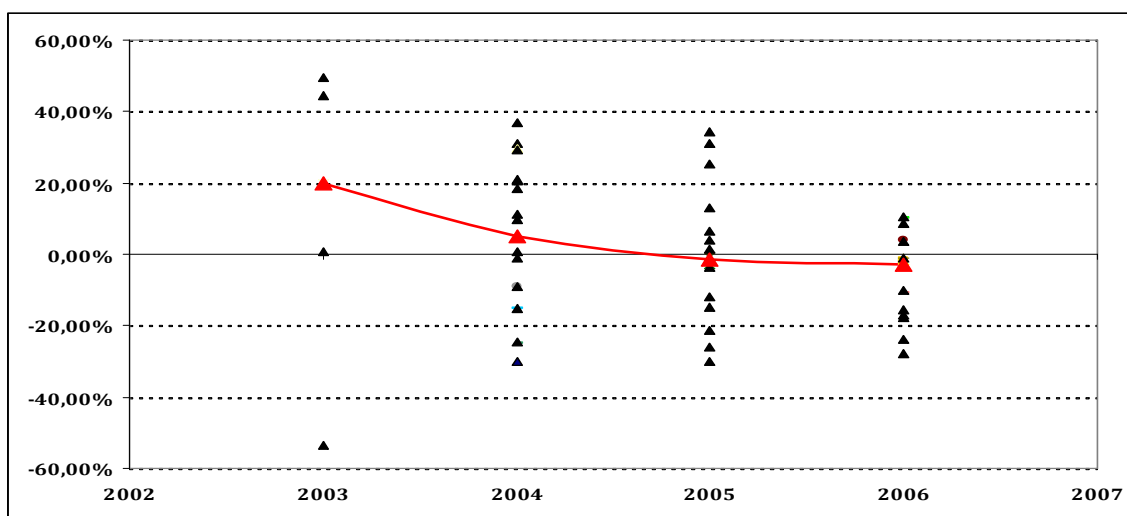
◆ **Spécificité des investissements des FIP par rapport aux FCPI :**

Le recoupement territorial des investissements des FIP avec ceux des FCPI se retrouve dans l'identité même des PME : 25 % des sociétés investies par des FIP sont qualifiées d'« innovantes » par Oséo et 23 % sont également investies par des FCPI. Dans ce même cadre, les calculs de la mission montrent que les tickets annuels moyens⁴¹ des FIP sont proches des FCPI (respectivement 780 900 € et 951 900 € en 2009). A cet égard, le second objectif assigné aux FIP, à savoir la couverture de petits tickets⁴², ne semble pas davantage atteint.

◆ **Performance financière pour le souscripteur :**

La performance des FIP se révèle aussi hétérogène que celle des FCPI, avec en moyenne, pour les millésimes 2003 à 2006, une performance depuis l'origine médiocre, bien que positive (contrairement à celle des FCPI), de l'ordre de + 0,7 % ; de fait, les FIP ne dégagent pas suffisamment de rentabilité pour absorber le niveau élevé des frais de gestion et de distribution qui leur sont associés. Ce résultat doit en outre être complété par deux éléments : tout d'abord, près de la moitié des FIP lancés entre 2003 et 2006 affichent une performance depuis l'origine négative (cf. graphique *infra*) ; ensuite, la question de la stratégie de sortie des FIP reste entière. En effet, compte tenu de l'appartenance de certaines des entreprises investies à des secteurs plus traditionnels que dans le cas des FCPI, il existe des doutes importants sur les possibilités de sortie des fonds et donc, *in fine*, sur la performance financière de ces véhicules.

Graphique 5 : Performance à la fin de l'année 2009 des millésimes de FIP créés entre 2003 et 2006 (évolution de la valeur liquidative depuis l'origine, en %)



Source : Mission.

Légende : chaque triangle matérialise la performance d'un FIP, par millésime créé (axe des abscisses) ; la courbe rouge matérialise la médiane des fonds par millésime.

⁴¹ Le ticket annuel moyen est calculé au niveau d'une société de gestion : il correspond à la moyenne annuelle des montants investis par un type de fonds (FIP ou FCPI), tous millésimes confondus, dans chaque entreprise.

⁴² Les FIP ont été créés comme véhicule intermédiaire entre les FCPI (géographiquement très concentrés et ciblés sur l'innovation de taille moyenne) et les fonds régionaux de capital-développement (ciblés sur des entreprises mûres et de taille relativement importante) pour « soutenir les petites entreprises, avec des tickets plus petits, pouvant aller en deçà de 250 000 € » (compte rendu intégral des débats au Sénat, séance du 26 mars 2003).

3.4. L'étude d'une partie des investissements des holdings ISF⁴³ révèle des pratiques très hétérogènes d'une structure à l'autre

◆ Champs étudiés :

La mission a étudié, en partenariat avec les services de la DG Trésor, une population de **250 entreprises** (dont 220 identifiées par un SIREN) **investies par des holdings ISF-PME, pour un montant total de 243,3 M€ entre 2008 et mi-2010**. En revanche, aucune étude de leur performance financière n'a pu être conduite, faute de profondeur historique suffisante.

14 % de ces entreprises sont labellisées comme innovantes par Oséo, 7 % ont également été investies par des FIP et 6 % par des FCPI. L'analyse ci-dessous se concentre particulièrement sur **les investissements des holdings en 2009⁴⁴**, période pour laquelle les données collectées apparaissent comme les plus représentatives du marché.

S'agissant du ticket d'investissement, les holdings peuvent remplir un rôle de financement de tickets risqués, de montants petits et moyens, se situant entre l'intervention des *business angels* et celle des FCPI, à savoir **entre 200 000 € et 1 M€**.

◆ Analyse des entreprises investies par des holdings ISF-PME en 2009 :

La comparaison des entreprises investies par les holdings en 2009 à celles des entreprises financées par les FIP et les FCPI en 2008 et 2009 met en lumière que :

- **rentabilité économique** : les entreprises investies par les holdings en 2009 ont initialement une rentabilité⁴⁵ **proche de celle observée sur les investissements des FCPI**. Leur rentabilité médiane est négative (-0,28), comme pour les FCPI (-0,05), et sensiblement inférieure à celle des entreprises financées par les FIP (0,36) ;
- **chiffre d'affaires** : les entreprises financées par les holdings sont plus petites en termes de chiffres d'affaires, avec un CA moyen de 4,1 M€, contre respectivement 5,7 M€ et 9,2 M€ pour les FCPI et les FIP ;
- **masse salariale et emploi** : les entreprises investies en 2009 par des holdings sont également plus petites au regard de leur masse salariale (0,9 M€ contre 1,4 M€ pour les FIP comme pour les FCPI) comme de leur emploi (25 salariés contre respectivement 61 et 33 salariés).

⁴³ Le niveau de l'avantage fiscal accordé à l'investissement dans une holding IR (maximum 25 %) semble avoir conduit à limiter la reproduction des montages tels qu'observés pour les holdings ISF. La loi TEPA a toutefois introduit un changement dans la mesure où des holdings IR visant, par exemple, des investissements spécialisés dans le domaine photovoltaïque ou de la gestion immobilière, ont été créées en 2009. Celles-ci n'ont toutefois été conçues que comme des véhicules d'investissement d'appoint, venant en complément de holdings ISF avec lesquelles elles ont en commun le type de montage juridique et les cibles d'investissement. De ce fait, bien que les constats de la mission portent uniquement sur les holdings ISF (en raison de la nature de l'échantillon collecté), les préconisations concernent les deux véhicules IR et ISF, qui doivent être soumis à des obligations de transparence, d'investissement et de *reporting* identiques.

⁴⁴ Les données récoltées par l'IGF auprès des holdings ne sont pas exhaustives. De plus, pour celles relatives aux investissements de 2008 et 2010, seules les entreprises financées par les plus gros acteurs du marché sont disponibles et ne sont pas représentatives du comportement de financement de l'ensemble des holdings (adoption d'une charte de bonnes pratiques en 2009).

⁴⁵ Seule la rentabilité économique initiale des entreprises investies par des holdings peut être documentée, faute d'une profondeur historique suffisante.

◆ **Typologie des secteurs investis en 2009 :**

La répartition sectorielle des investissements des holdings en 2009 semble pour partie concerner une activité à composante technologique, pour un risque médian relativement élevé, proche de la cible des FCPI. 25 % des entreprises investies par les holdings en 2009 et dont on dispose de données d'activité en 2007 ont d'ailleurs également été investies par un FCPI, contre 11 % pour les investissements 2008-2010.

Les entreprises financées par les holdings en 2009⁴⁶ relèvent de secteurs très divers :

- ◆ 19 % dans l'informatique, contre près de 32 % pour les FCPI ;
- ◆ 15 % dans l'ingénierie et les études techniques (5 % pour les FCPI) ;
- ◆ 7,4 % dans le conseil/gestion et l'administration d'entreprises, contre 6,5 % pour les FCPI ;
- ◆ 6 % des montants investis dans le secteur du commerce (commerce de gros, de détails et réparations), contre 8 % pour les FCPI ;
- ◆ 4 % dans les activités financières et immobilières (1,5 % pour les FCPI) ;
- ◆ 4 % dans la recherche & développement (13 % pour les FCPI).

Tableau 9 : Croisement des secteurs investis par les FCPI, FIP et holdings (2009)

Secteur d'activité (nomenclature NES)	FCPI (en M€)	FCPI (en %)	FIP (en M€)	FIP (en %)	Holdings 2009 ⁴⁷ (en M€)	Holdings 2009 (en %)
Industries des équipements électriques et électroniques	115,7	4,6 %	17,2	4,2 %	2,2	3,3 %
Commerce de gros, intermédiaires	135,4	5,4 %	40,7	10,0 %	3,0	4,5 %
Commerce de détail, réparations	79,3	3,2 %	21,0	5,2 %	0,9	1,4 %
Activités financières	35,1	1,4 %	17,4	4,3 %	0,3	0,5 %
Conseils et assistance	1 337,4	53,2 %	183,7	45,3 %	30,7	46,2 %
dont conseils en systèmes informatiques	183,9	7,3 %	15,9	3,9 %	1,6	2,4 %
dont édition de logiciels	497,6	19,8 %	27,9	6,9 %	8,8	13,2 %
dont autres activités de réalisation de logiciels	118,2	4,7 %	15,0	3,7 %	2,3	3,5 %
dont conseils pour les affaires et la gestion	91,9	3,7 %	19,0	4,7 %	4,0	6,0 %
dont administration d'entreprises	71,2	2,8 %	40,3	9,9 %	0,9	1,4 %
dont ingénierie et études techniques	132,2	5,3 %	19,0	4,7 %	10,1	15,2 %
Recherche et développement	333,6	13,3 %	9,1	2,2 %	2,9	4,4 %
Santé, action sociale	0,7	0,0 %	2,6	0,6 %	10,3	15,6 %
Autres	471,3	18,7 %	114,2	28,1 %	16,1	24,3 %

Source : Mission – DG Trésor.

⁴⁶ L'appariement avec les bases fiscales (dernières données en 2007) réduit le champ d'analyse à 72 entreprises financées par les holdings en 2009 sur les 145 observations récoltées par l'IGF, soit 66 M€ d'investissement sur les 123,6 M€ totaux. La non-exhaustivité des données récoltées et le faible nombre d'entreprises identifiées dans les données fiscales doivent conduire à considérer ces résultats avec prudence.

⁴⁷ Pour mémoire, l'analyse des pratiques d'investissement se concentre pour les holdings sur l'année 2009, considérée comme la plus représentative au regard des données collectées par la mission.

Au final, le croisement des secteurs d'investissement des trois véhicules fiscaux FCPI, FIP et holdings met en lumière des investissements des holdings plus prononcés dans les secteurs de l'édition de logiciels (13 %) et de l'ingénierie et des études techniques (15 %), avec une composante technologique dans le même esprit que les FCPI (environ 20 % des entreprises investies en 2009 ont par ailleurs été qualifiées d'innovantes par Oséo).

La nature des investissements des holdings ISF-PME en 2009 présente toutefois une certaine spécificité, avec 16 % des investissements dans des services non marchands du secteur de la santé et de l'action sociale (crèches, laboratoires d'analyse médicale).

◆ **Stratégies d'investissement des holdings :**

Les stratégies d'investissement des holdings s'avèrent hétérogènes, avec des bonnes pratiques mais aussi **des détournements poursuivant un objectif de pure défiscalisation de l'ISF**. Certaines holdings, regroupées en association⁴⁸ et s'étant engagées à respecter la charte de déontologie de l'AFIC ainsi que plusieurs lignes de conduites d'investissement, **ont développé des bonnes pratiques**, telles que :

- ◆ **la création de dispositifs d'information des investisseurs** (« espace investisseurs » en ligne permettant de consulter les rapports de gestion des holdings ; diffusion des informations sur l'identité et les caractéristiques des entreprises investies). Si les holdings n'ont pas d'obligation de rendre ces données publiques, leur mise à disposition permet d'augmenter la comparabilité des pratiques de gestion, qui reste encore lacunaire ;
- ◆ **des pratiques d'investissement ciblant effectivement des entreprises innovantes**. L'exploitation des données fournies par l'association nationale des holdings (ANH) pour les investissements réalisés en 2009 montre ainsi que, pour 83 entreprises identifiées sur une liste totale de 90, près de 37 % bénéficient d'une qualification innovante par Oséo et sont destinataires d'un montant d'investissement de 17,17 M€, soit 51,7 % du montant total investi par les holdings adhérentes. Ces mêmes holdings privilégient des cibles plutôt jeunes, avec un âge moyen des entreprises au moment de l'investissement d'environ **cinq ans**, l'âge médian se situant pour sa part à trois ans.

A contrario, certaines holdings pratiquent à la date de la mission des investissements relevant de purs effets d'aubaine. Sur la base des prospectus visés par l'AMF et mis en ligne ainsi que des entretiens menés avec des gestionnaires, la mission a ainsi documenté que **certaines holdings passives avaient développé des montages permettant des investissements à la fois rentables et très peu risqués, ne présentant aucune faille de marché et ne justifiant dès lors pas d'intervention publique**. L'analyse détaillée a porté sur **deux gestionnaires**, représentant à eux seuls environ **64 M€ des investissements** des holdings ISF en 2009, soit près de 52 % de l'échantillon⁴⁹ étudié :

- ◆ **Gestionnaire n°1 : investissements dans des PME matures selon des modalités incitant fortement l'entrepreneur à racheter les parts de la holding au terme du délai de détention de cinq ans**. L'esprit du montage consiste à investir des sociétés cibles solides, afin de financer par exemple un projet de croissance, par le biais d'une participation au capital que la société cible est fortement incitée à racheter au regard du taux très pénalisant de dividende prioritaire cumulatif exercé en cas de non rachat. S'il n'existe pas de garantie de liquidité, l'incitation est très importante pour que la société investie rachète les actions vendues au terme de la période de cinq ans. Si ce type de montage peut présenter un intérêt pour une société en recherche de financement et dont l'actionnaire majoritaire veut éviter la dilution, il présente **des**

⁴⁸ À la date de la mission, l'Association nationale des holdings comptait quinze membres.

⁴⁹ La mission a conduit son analyse sur les entreprises investies par des holdings-ISF au sein d'un échantillon de quatorze sociétés de gestion,

Rapport

caractéristiques qui aboutissent à une prise de risque minimisée et donc à une allocation discutable de la dépense fiscale ;

- ◆ **Gestionnaire n°2 : panier d'investissement proposant le financement de PME de location de matériels, créées *ad hoc* et permettant un investissement peu risqué et visant la liquidité, combiné avec le financement d'entreprises exploitant des centrales d'énergie renouvelable.** Ce gestionnaire propose depuis 2008 un montage communiquant sur la sélection d'entreprises « *offrant une bonne visibilité et dégagant des revenus récurrents* » afin de « *limiter autant que possible le risque de perte inhérent à l'investissement au capital de sociétés non cotées* »⁵⁰.

Au regard de leur nature comme des objectifs affichés, ces investissements constituent autant de montages principalement motivés par le taux de 75 %⁵¹ de réduction sur l'ISF, conduisant à des comportements de pure et simple recherche de défiscalisation, et décorrélés de toute volonté de soutien au tissu de PME confrontées à un risque ou en phase d'amorçage ou d'expansion.

- ◆ **Un cadre juridique trop large, doublé d'un manque de contrôle des holdings :**

En l'état actuel du droit, **les pouvoirs publics n'ont aucun moyen de réprimer les mauvaises pratiques relevées par la mission**, dans la mesure où :

- ◆ le dispositif dit « TEPA » sur l'ISF octroie un avantage fiscal **pour toute PME au sens communautaire, sans nul autre critère de ciblage d'investissement** ;
- ◆ les holdings ISF ne font l'objet d'**aucun contrôle par l'AMF** (contrairement aux FIP et FCPI, faisant obligatoirement l'objet d'un agrément préalable), hormis dans le cas d'« offres de titres au public », où elles doivent recevoir un visa. Cette situation revient, de manière assez paradoxale, à ce que **le plus fort avantage fiscal soit accordé au véhicule** théoriquement le plus risqué, **mais aussi le moins contrôlé** dans l'actuel paysage des leviers de soutien public à l'investissement dans les PME ;
- ◆ la jurisprudence montre que **la qualification d'abus de droit est très difficile à appliquer** au cas d'espèce.

Au final, le paysage des holdings manque de transparence comme de contrôle : il n'existe, à la date de la mission, aucun dispositif de recensement des holdings investissant dans les PME, de suivi ou de contrôle systématique de leur activité.

- ◆ **La réforme de 2010 présente un bilan mitigé :**

La réforme réalisée en 2010 sur les holdings passives, avec en particulier **la limitation à 50 associés ou actionnaires**, présente un bilan mitigé. Les offres d'investissement ont évolué, via :

- ◆ **une diminution du recours de l'offre au public**, le coût de réalisation d'un prospectus étant trop élevé pour une société ne pouvant compter que 50 actionnaires ;
- ◆ **la multiplication des holdings créées par une même équipe** sur des thématiques différentes, afin de maintenir le niveau global de collecte entre 2009 et 2010 ;
- ◆ **l'orientation des investissements vers des PME plus matures ou vers des réinvestissements**, liée à la réduction de la surface financière de chaque holding ;

⁵⁰ Document de présentation du produit destiné aux futurs souscripteurs, disponible sur le site internet du gestionnaire.

⁵¹ Taux de réduction maximal pour les holdings ISF dites « passives ».

- ◆ **le développement de trois modes d'investissement : le mandat de gestion⁵² et le mandat de conseil⁵³, aboutissant à l'entrée au capital d'une multitude d'actionnaires individuels, et l'investissement dans une ou plusieurs holdings « animatrices », conduisant à des frais de gestion et d'animation très élevés.**

3.5. L'accompagnement en conseil et en expertise des entreprises investies par les sociétés de gestion reste très hétérogène

Outre la sélection du risque et l'évaluation des projets, **les frais de gestion prélevés par les sociétés de gestion visent aussi à rémunérer leurs apports en « actifs immatériels » aux entreprises qu'elles investissent** (conseils financiers, conseils en stratégie, coaching, mise en réseaux etc....).

Or, la mission a pu constater la difficulté à documenter l'apport réel des fonds de capital-investissement aux entreprises investies :

- ◆ les sociétés de gestion considèrent toutes que leur rôle va au-delà d'un simple financement des entreprises cibles, et qu'elles sont l'un des éléments essentiels de création de valeur ;
- ◆ **inversement, les entrepreneurs rencontrés par la mission jugent, dans leur grande majorité, que le rôle des sociétés de gestion est, dans le meilleur des cas, limité à celui de financeur et, dans le pire des cas, contreproductif** dès lors qu'elles s'immiscent dans leur gestion.

Afin d'objectiver la situation, la mission a choisi de **retenir comme seuls indicateurs mesurant l'accompagnement des fonds les ratios rapportant le nombre d'entreprises en portefeuille** et le nombre de nouvelles entreprises en portefeuille **au nombre d'investisseurs de chaque société de gestion.**

Certes, ces ratios, qui sont bâtis sur la base des données détenues par l'AFIC, présentent plusieurs limites :

- ◆ ils n'apportent pas d'information sur la qualité du suivi de chaque investisseur, mais uniquement sur le temps disponible de chaque investisseur ;
- ◆ ils sont bâtis à partir des données déclaratives, et non homogénéisées, de l'AFIC ;
- ◆ elles ne permettent pas de distinguer les « performances » réciproques des différents véhicules (FCPR, FCPI, FIP etc...). En effet, la plupart des sociétés de gestion disposent de plusieurs types de véhicule, et les données ne sont pas suffisamment précises pour distinguer les moyens alloués à chaque catégorie.

Néanmoins, la mission considère que ces indicateurs sont pertinents car ils apportent une indication utile sur le temps que chaque société de gestion décide de consacrer *ex ante* à ses différents investissements.

En moyenne, les chiffres de l'AFIC montrent **que la plupart des sociétés de gestion ont un nombre d'entreprises par investisseurs compris entre 2,1 et 7** ; ces chiffres sont cohérents avec ce qui est considéré au sein du secteur comme une « norme » vertueuse (cinq entreprises par investisseur).

Toutefois, les sociétés de gestion ont des pratiques très hétérogènes :

- ◆ près de 75 sociétés de gestion sur 206 ont un nombre d'entreprises en portefeuille par investisseurs inférieur à 2, ce qui témoigne d'une faible concentration du secteur et de l'existence de très nombreuses sociétés de gestion de petite taille ;

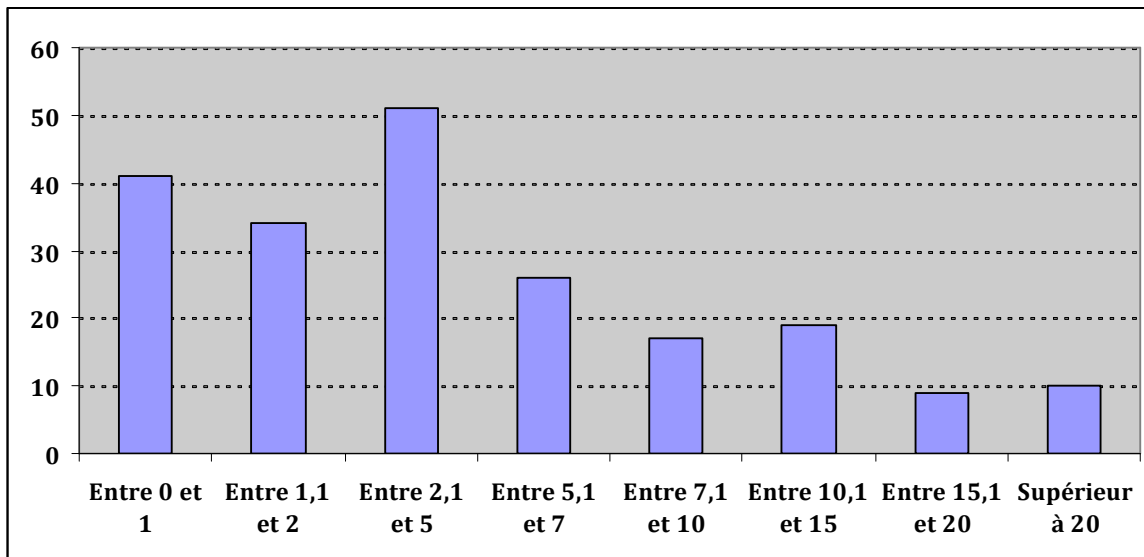
⁵² i.e. le souscripteur délègue son choix d'investissement direct au mandataire.

⁵³ i.e. le souscripteur est conseillé dans son choix d'investissement direct par le mandataire.

Rapport

- ◆ **38 sociétés de gestion ont un nombre d'entreprises par investisseur supérieur à 10**, soulevant des interrogations sur la capacité des investisseurs à accompagner dans les faits chaque entreprise.

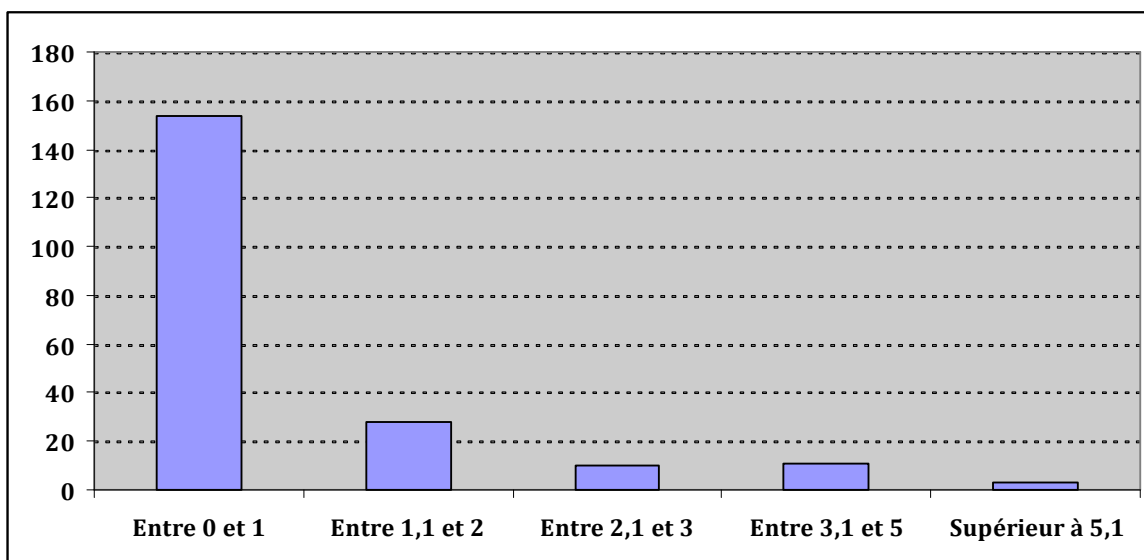
Graphique 6 : Nombre moyen d'entreprises gérées par investisseurs et par sociétés de gestion (2009)



Source : Mission, à partir des données de l'AFIC.

En termes de nouveaux investissements, **la plupart des sociétés de gestion voient leurs investisseurs accepter un nouveau dossier par an**, ce qui est également conforme à la « norme » vertueuse du secteur. Inversement, **quatorze sociétés de gestion ont un accroissement annuel moyen du portefeuille de leurs investisseurs supérieur à trois entreprises**. De telles augmentations sont *a priori* incompatibles avec un suivi personnalisé et actif.

Graphique 7 : Nombre moyen d'entreprises nouvellement en portefeuille, par investisseurs et par sociétés de gestion (2009)



Source : Mission, à partir des données de l'AFIC.

Rapport

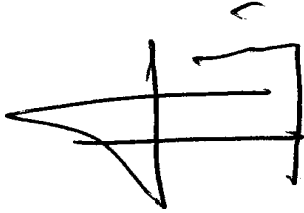
Au final, les pratiques des sociétés de gestion s'avèrent, conformément aux retours des chefs de PME rencontrés dans le cadre de la mission, très hétérogènes. Près de treize ans après leur création, les fonds fiscaux ne sont pas tous encore en situation d'apporter aux entreprises investies une expertise et une fonction d'aide à la gestion pourtant potentiellement déterminante dans leur croissance.

*

* *

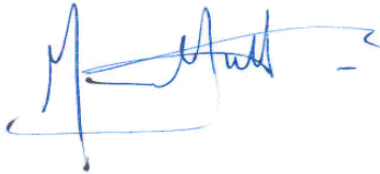
A Paris, le 5 octobre 2010

L'inspecteur des finances



Jean-François JUÉRY

L'inspectrice des finances



Maud JUTTEAU-BAILLY

L'inspectrice des finances



Misoo YOON

Sous la supervision de
l'inspecteur général des finances



Henri GUILLAUME

ANNEXES

LISTE DES ANNEXES

- ANNEXE 1 :** PANORAMA DU CAPITAL-RISQUE ET DU CAPITAL-DEVELOPPEMENT ET DES INTERVENTIONS DE L'ETAT EN LA MATIERE
- ANNEXE 2 :** JUSTIFICATION ET IMPACT SOCIO-ECONOMIQUE DES DISPOSITIFS FISCAUX
- ANNEXE 3 :** ÉVALUATION DES DISPOSITIFS FISCAUX POUR LEURS SOUSCRIPTEURS
- ANNEXE 4 :** IMPACT DES DISPOSITIFS SUR LES PRATIQUES DE MARCHÉ
- ANNEXE 5 :** ANALYSE COMPARATIVE DES DISPOSITIFS DE SOUTIEN AU CAPITAL-INVESTISSEMENT EN ALLEMAGNE, AU CANADA, AUX ÉTATS-UNIS, EN ITALIE, AU ROYAUME-UNI ET EN SUEDE
- ANNEXE 6** LISTE DES PERSONNES RENCONTREES
- ANNEXE 7** LETTRE DE MISSION

ANNEXE I

Panorama du capital-risque et du capital-développement et des interventions de l'Etat en la matière

SOMMAIRE

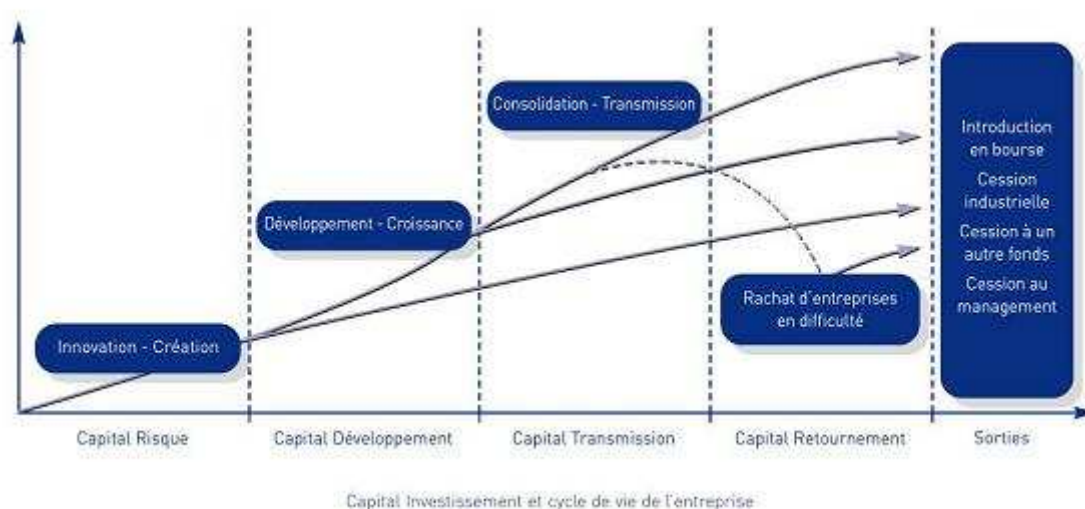
1. LE CAPITAL INVESTISSEMENT COUVRE TOUTES LES ETAPES DE LA VIE D'UNE ENTREPRISE.....	1
1.1. Le montant des capitaux levés pour l'investissement en capital dans les sociétés non cotées place la France au 2 ^{ème} rang européen en 2008 mais est affecté par l'effet de la crise économique.....	3
1.2. Les investissements sont principalement localisés sur le territoire français.....	5
2. L'ÉTAT SOUTIEN LE SECTEUR DU CAPITAL INVESTISSEMENT AU MOYEN DE DISPOSITIFS FISCAUX ET NON FISCAUX CREANT UN CONTEXTE FAVORABLE, MAIS NEANMOINS COMPLEXE, POUR LES ENTREPRISES ET POUR LES SOCIÉTÉS DE GESTION.....	7
2.1. L'investissement des personnes physiques dans le capital investissement est encouragé par le biais de régimes fiscaux spécifiques aux différents véhicules d'investissement, qui concernent le véhicule d'investissement lui-même ainsi que le régime des dividendes et des plus-values de cession.....	7
2.1.1. <i>Les holdings bénéficient d'une exonération partielle d'impôt sur les dividendes et les plus-values.....</i>	<i>7</i>
2.1.2. <i>L'investissement intermédié par le biais d'une SCR ou d'un FCPR bénéficie de régimes fiscaux favorables d'exonération.....</i>	<i>8</i>
2.1.3. <i>L'avantage fiscal prévu dans le cadre d'un investissement intermédié par le biais d'une société unipersonnelle d'investissement à risque a pris fin en 2008.....</i>	<i>11</i>
2.2. Les dispositifs fiscaux prévoyant une réduction d'impôt sur le revenu et d'impôt sur la fortune présentent un ciblage d'entreprises imparfait.....	12
2.2.1. <i>La réduction de l'impôt sur le revenu au titre de la souscription indirecte présente un ciblage d'entreprises imparfait mais plus précis que la réduction de l'IR au titre d'une souscription directe ou via une société holding, ouverte à toute PME non cotée.....</i>	<i>12</i>
2.2.2. <i>La réduction de l'impôt sur la fortune prévue par la loi « TEPA » vise à encourager l'investissement direct et l'action des business angels via un taux de réduction très élevé, pouvant aller jusqu'à 75 %.....</i>	<i>19</i>
2.2.3. <i>La dépense fiscale afférente aux réductions d'IR et d'ISF a quadruplé entre 2006 et 2009, pour atteindre 1,122 Mds€.....</i>	<i>25</i>
2.3. Seul le régime de soutien au capital investissement prévu par la loi TEPA a été notifié à la Commission européenne et reconnu conforme aux lignes directrices communautaire.....	29
2.3.1. <i>Par décision en date du 11 mars 2008, la Commission européenne a validé le dispositif ISF-PME.....</i>	<i>29</i>
2.3.2. <i>Les régimes fiscaux en faveur des SCR, des FCPR, des FCPI et des SUIR ont fait l'objet d'une demande d'information de la Commission européenne qui pourrait aboutir à des investigations complémentaires.....</i>	<i>33</i>
2.4. Le financement en fonds propres des PME fait l'objet d'un soutien à travers des dispositifs non fiscaux diversifiés portés par CDC entreprises et Oséo.....	34
2.4.1. <i>CDC Entreprises intervient à hauteur de 400 M€ annuels dans le financement en fonds propres des PME, et dispose à compter de 2010</i>	

	<i>d'une enveloppe supplémentaire de 400 M€ destinée à financer les entreprises innovantes au stade de l'amorçage</i>	34
2.4.2.	<i>L'action d'Oséo permet le financement en fonds propres des entreprises innovantes par le biais de dispositifs de garantie et d'investissement direct</i>	40
3.	LES INTERVENTIONS DES ACTEURS DU CAPITAL-INVESTISSEMENT SONT ENCADREES EN AMONT ET EN AVAL PAR QUATRE ACTEURS	44
3.1.	L'agrément et le visa de l'AMF	44
3.1.1.	<i>L'AMF ne délivre pas d'agrément pour les sociétés de capital investissement telles que les holdings et les SCR</i>	44
3.1.2.	<i>Les agréments délivrés par l'AMF concernent exclusivement les prestataires de services d'investissement, les sociétés de gestion de portefeuille et les FCPR</i>	44
3.1.3.	<i>Un visa de l'AMF est toutefois requis dans le cadre des offres de titres au public</i>	45
3.2.	Le travail d'appréciation du caractère innovant des projets mené par Oséo constitue un élément essentiel d'orientation des investissements des FCPI.....	46
3.3.	La complexité des dispositifs d'incitation rend le contrôle fiscal difficile.....	47
3.4.	Le dépositaire du compte effectue également une mission de contrôle de la gestion des fonds d'investissement.....	49
4.	L'EVOLUTION DU CADRE REGLEMENTAIRE EUROPEEN, QUI ALOURDIT NOTAMMENT LES EXIGENCES DE FONDS PROPRES DES BANQUES ET DES ASSURANCES, INSCRIT LE FINANCEMENT DU CAPITAL INVESTISSEMENT DANS UN CONTEXTE PEU FAVORABLE	49
4.1.	L'impact des normes Solvabilité II est susceptible d'affecter les investissements réalisés dans le non coté par les sociétés d'assurance	49
4.1.1.	<i>Les sociétés d'assurance sont des acteurs importants du capital investissement</i>	49
4.1.2.	<i>L'impact des normes prudentielles Solvabilité II pourrait accentuer la tendance à réduire la part des actions dans le portefeuille des organismes d'assurance</i>	51
4.2.	Si les normes Bâle II ont durci le niveau des fonds propres exigés au titre des activités de capital investissement, l'impact de Bâle III sur l'implication des acteurs bancaires reste difficile à mesurer.....	53
4.2.1.	<i>Dans le régime de Bâle I, les actifs investis dans le capital investissement étaient traités de la même manière que les autres actifs</i>	53
4.2.2.	<i>Les normes Bâle II ont durci le niveau des fonds propres exigés au titre des activités de capital investissement</i>	53
4.2.3.	<i>La réforme Bâle III pourrait conduire à une réallocation des fonds propres au détriment du capital investissement</i>	55
4.3.	Les obligations de transparence prévues par la directive AIFM pourraient affecter l'activité du capital investissement.....	56

1. Le capital investissement couvre toutes les étapes de la vie d'une entreprise

Le capital-investissement regroupe l'ensemble des opérations qui consistent à prendre des participations au capital de sociétés non cotées. Il intervient à tous les stades de vie de l'entreprise, et est divisé en quatre segments en fonction du niveau de développement de l'entreprise : le capital-risque, le capital-développement, le capital-transmission et le capital-retournement.

Graphique 1 : Capital-investissement et cycle de vie de l'entreprise



Source : AFIC.

La définition des différents segments, selon la typologie de l'AFIC¹, est la suivante :

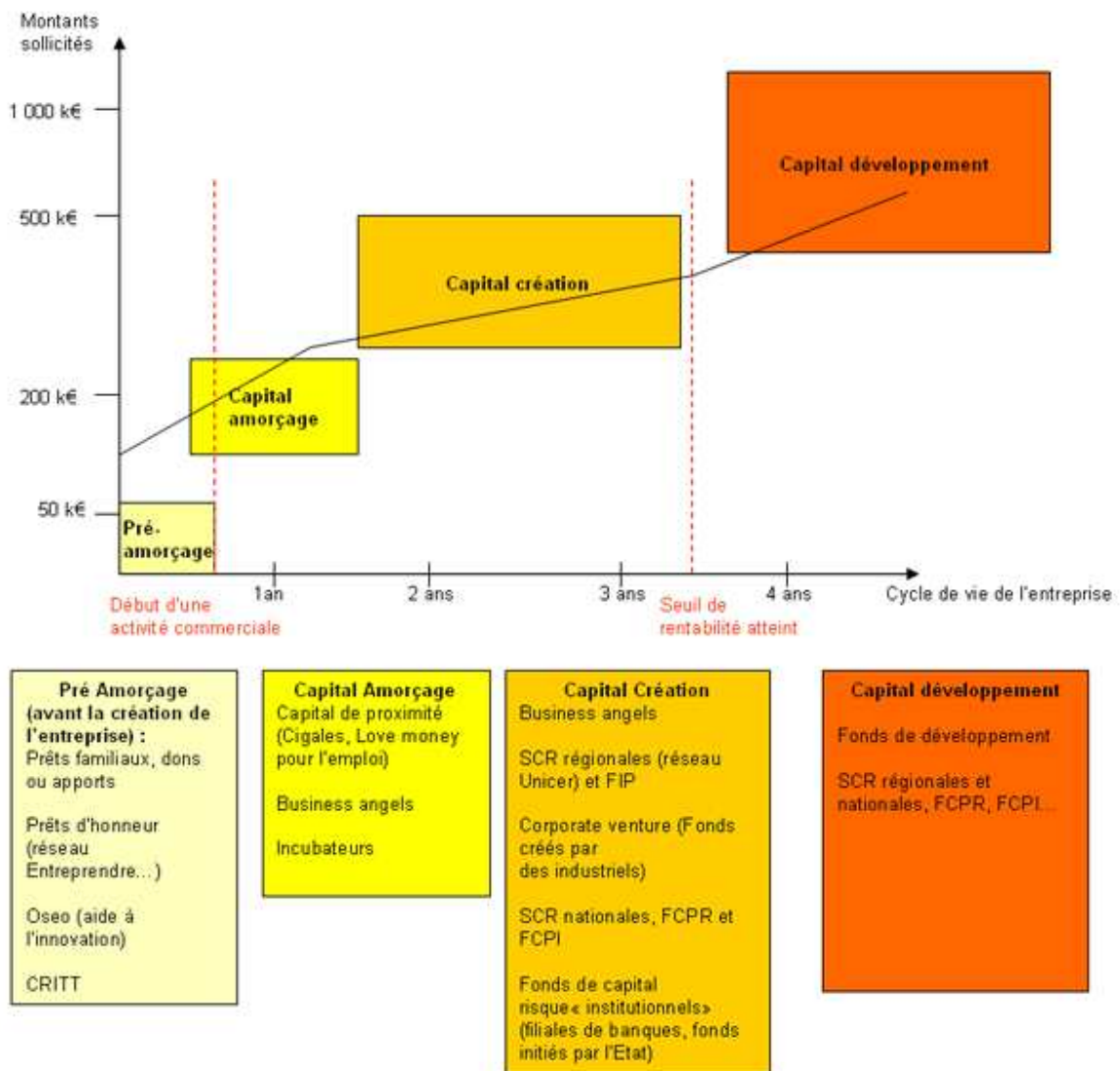
- ◆ **le capital risque** : l'entreprise est en phase de création ou au début de son activité. Le financement est destiné au premier développement du produit et à sa première commercialisation. Selon la maturité du projet à financer, le capital risque se subdivise en trois segments :
 - **l'amorçage** : première phase du financement de la création d'entreprise, les fonds propres sont alloués à la recherche, l'évaluation et le développement d'un concept initial avant la phase de création. Cette phase concerne principalement les entreprises à fort contenu technologique ;
 - **la création** : le financement est destiné au démarrage de l'activité commerciale et industrielle ;
 - **la post-création** : elle correspond à un stade de croissance de l'activité commerciale et industrielle de l'entreprise précédant l'atteinte de la rentabilité.
- ◆ **le capital développement** : l'entreprise a atteint son seuil de rentabilité et dégage des profits. Les fonds seront employés pour augmenter ses capacités de production et sa force de vente, développer de nouveaux produits et services, financer des acquisitions et/ou accroître son fonds de roulement ;

¹ Association française des investisseurs en capital.

- ◆ **le capital transmission / *leverage buy out* (LBO)** : les capitaux sont destinés à permettre l'acquisition d'une entreprise existante non cotée par une équipe de dirigeants venant de la société ou de l'extérieur, aidés par des investisseurs en capital accompagnés d'investisseurs financiers. L'acquisition est effectuée dans le cadre d'un montage financier comportant une proportion plus ou moins importante d'emprunts (effet de levier²) et dont le remboursement est prévu par un prélèvement sur les *cash-flows* futurs ;
- ◆ **le capital retournement** : il s'agit du financement en fonds propres d'entreprises ayant connu des difficultés et pour lesquelles des mesures permettant le retour aux bénéfices sont identifiées et mise en œuvre.

Les acteurs du capital-investissement diffèrent en fonction du stade de développement de l'entreprise, comme le montre le schéma ci-après :

Graphique 2 : Investisseurs du capital-risque et du capital-développement



Source : Agence pour la création d'entreprises (APCE).

² L'effet de levier permet aux investisseurs de prendre le contrôle d'une société cible avec un apport personnel minimum, l'acquisition étant principalement financée par un emprunt bancaire dont le coût est inférieur au taux de rentabilité attendu de la cible.

L'association Croissance plus, association professionnelle d'entrepreneurs qui fédère les dirigeants d'entreprises en forte croissance et leurs partenaires, **a pour sa part développé une grille d'analyse à l'attention des PME souhaitant lever des fonds**. Cette dernière indique le type d'investisseur possible en fonction du montant recherché, de la nature de l'activité et de la maturité du projet comme suit :

Tableau 1 : Adéquation entre le type d'investisseur, le projet de l'entreprise et les montants de levées

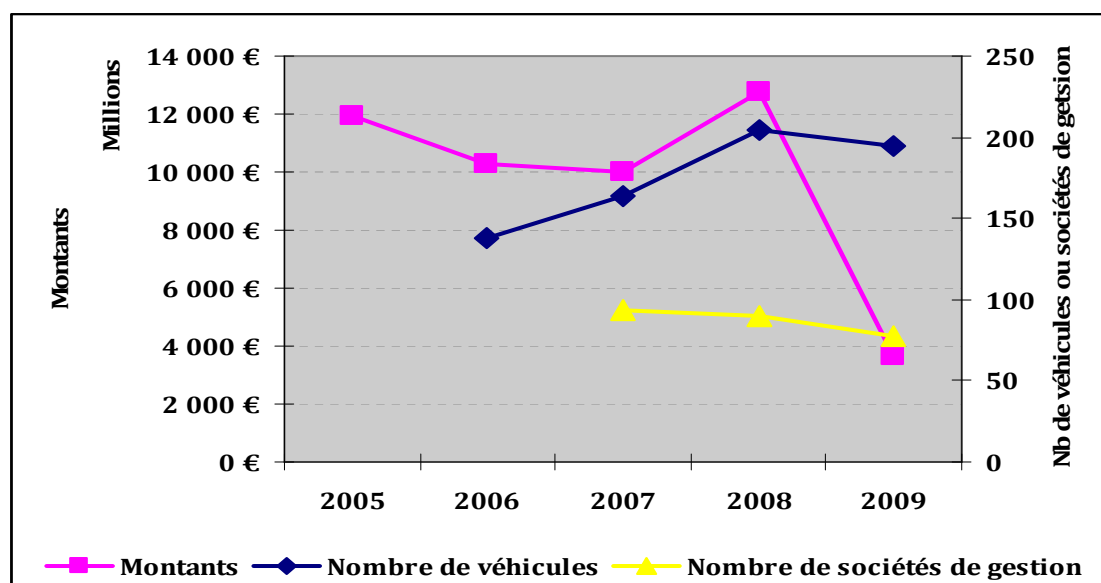
	Levée inférieure à 500 k€	Levée comprise entre 500 k€ et 1 M€	Levée supérieure à 1 M€
Activité innovante ou à forte croissance	<i>Business angels</i> Certaines holdings ISF	Certaines holdings ISF Fonds communs de placement à risque dans l'innovation (FCPI)	FCPI / FCPR
Projet non mature	<i>Business angels</i> Fonds régionaux	Certains FCPI (spécialisé dans l'amorçage et l'early stage)	Non applicable
Activité à faible croissance sans innovation particulière ; activité de service	Holdings ISF Fonds d'investissement de proximité (FIP) Fonds régionaux	Holdings ISF FIP	FIP

Source : Guide pratique « comment lever un million », Croissance Plus.

1.1. Le montant des capitaux levés pour l'investissement en capital dans les sociétés non cotées place la France au 2^{ème} rang européen en 2008 mais est affecté par l'effet de la crise économique

Selon les données de l'AFIC, la levée des capitaux en France, qui sur les cinq dernières années a connu un maximum à 12,73 Md€ en 2008, est de 3,672 Md€ en 2009. La France se situe au deuxième rang européen en 2008 en termes de levées de fonds, derrière le Royaume-Uni.

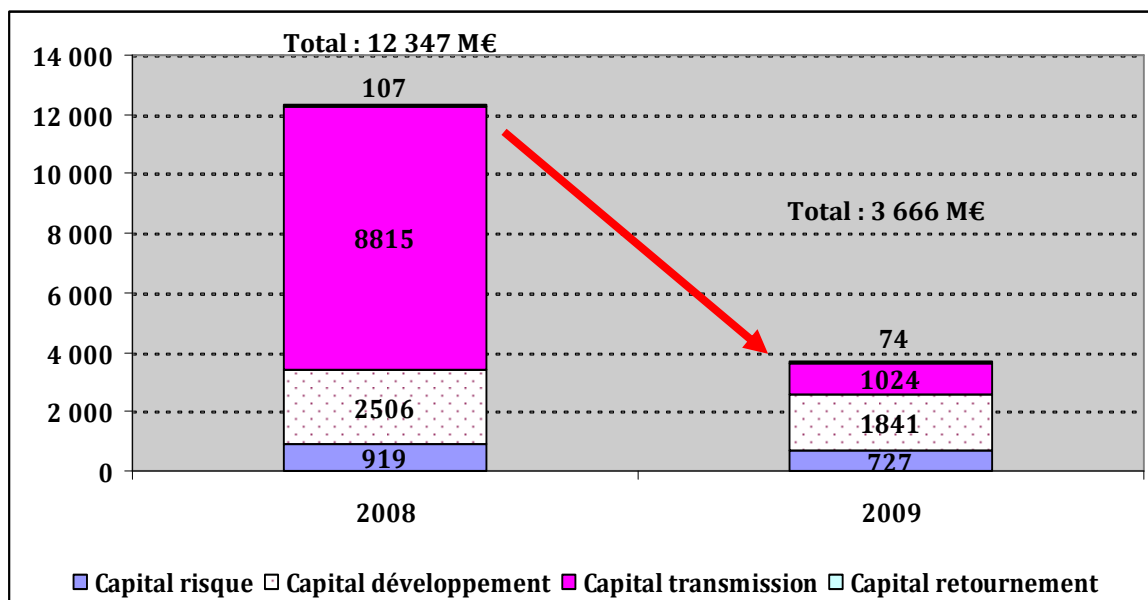
Graphique 3 : Levées de fonds, nombre de véhicules et nombre de sociétés de gestion en France (2005-2009)



Source : AFIC.

Les fonds levés en faveur du capital-investissement affichent un recul très important en 2009, principalement du fait de l'activité du capital-transmission, très dépendante des conditions sur le marché du crédit. Les difficultés d'accès au crédit et le ralentissement conjoncturel pénalisent en effet le LBO. Entre 2008 et 2009, les **prévisions d'allocation des fonds levés vers ce segment diminuent de - 88 %**, alors que les autres segments du capital investissement connaissent une diminution moindre, de l'ordre de - 25 %.

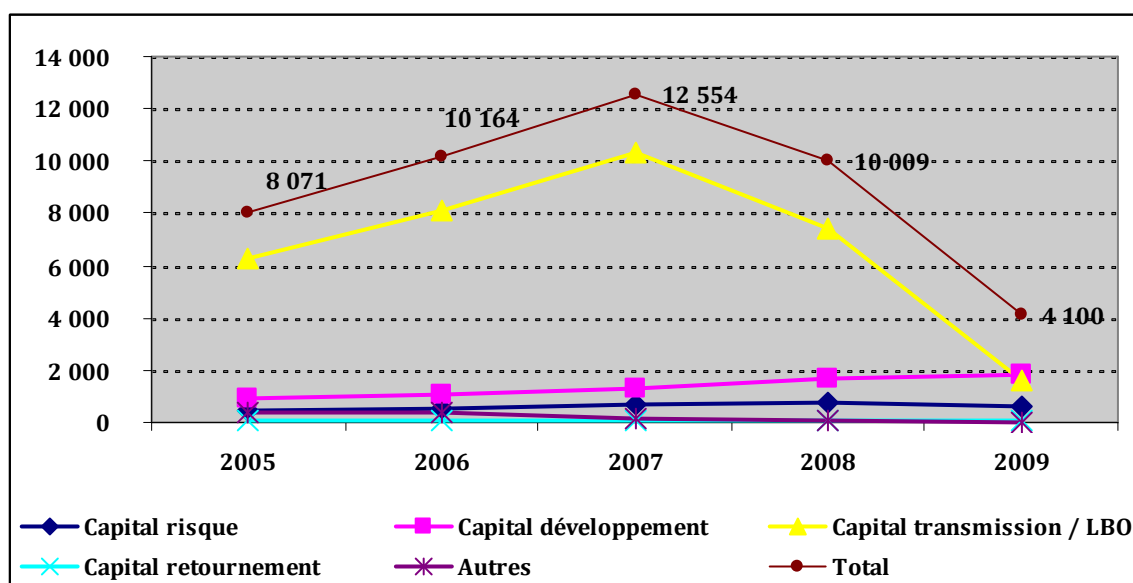
Graphique 4 : Intentions d'allocation des montants levés en 2008 et 2009 - en M€



Source : AFIC, sur la base des données déclarées par ses membres.

En ce qui concerne les investissements réalisés en 2009, le segment du capital-transmission diminue de - 78 %, alors que les investissements en capital risque diminuent moins fortement, de 22,6 %, et que ceux du capital-développement augmentent de presque + 9 %.

Graphique 5 : Investissements réalisés depuis 2005 par segment (2005-2009) - en M€



Source : AFIC.

Cette relative résistance du capital risque / développement s'explique notamment par le **soutien des incitations fiscales créées par la loi n° 2007-1223 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat (TEPA), qui ciblent plus particulièrement ces segments.**

Au total, l'origine des sources de financement du capital-investissement a évolué depuis 2006 :

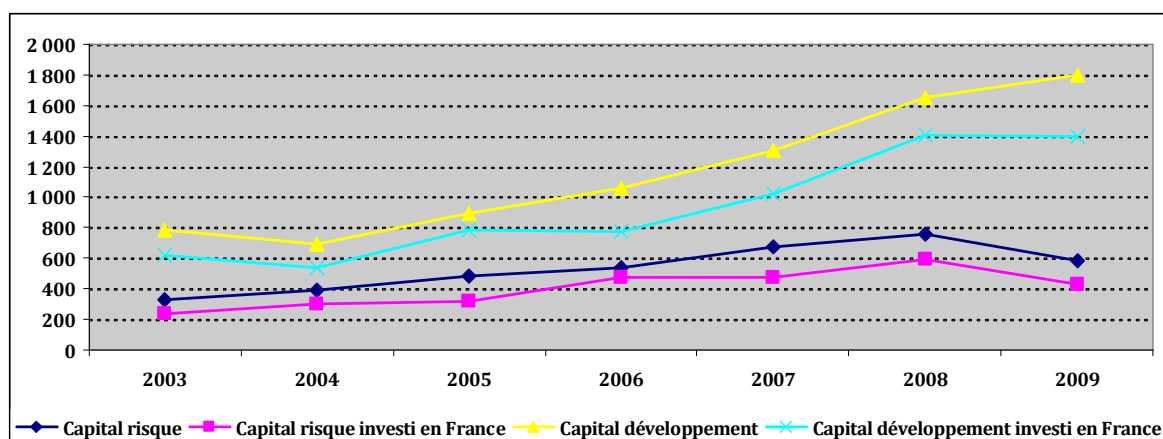
- ◆ **concernant les segments du capital-risque et du capital-développement, on assiste à une stabilisation à un niveau significatif des fonds fiscaux dont les personnes physiques sont les principaux souscripteurs (FCPI, FIP, holdings, SCR).** Depuis 2004, ces fonds représentent environ 30 % des investissements du capital-risque et du capital-développement ; leur rôle est largement tributaire des **avantages fiscaux successivement ouverts, notamment en matière d'ISF (loi n°2007-1223 du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat, dite « TEPA »)** ;
- ◆ de manière plus globale, **et tous segments confondus, on observe parallèlement, entre 2008 et 2009, un recul des investisseurs traditionnels du secteur privé, qu'il s'agisse des banques et des assurances (1,086 Mds € en 2009 contre 5,199 Mds € en 2008, soit une diminution de - 79 % en montant et de - 10 % en part relative rapporté au total levé), des fonds de fonds (- 71 % en montant) ou des caisses de retraite (- 85,2 % en montant).**

Les réformes en cours concernant la réglementation prudentielle des assurances (cf. *infra*) ne devraient pas favoriser le retour sur le secteur du capital investissement des financeurs institutionnels, traditionnellement importants.

1.2. Les investissements sont principalement localisés sur le territoire français

Les investissements dans le domaine du capital-risque et du capital-développement se situent principalement en France. Environ 75,5 % des investissements en capital-risque et près de 80 % des investissements en capital-développement réalisés entre 2003 et 2009 par les sociétés de gestion membres de l'AFIC sont localisés sur le territoire français.

Graphique 6 : Investissements des véhicules français en faveur du capital risque et du capital développement en France et hors de France (1997 - 2009) - en M€

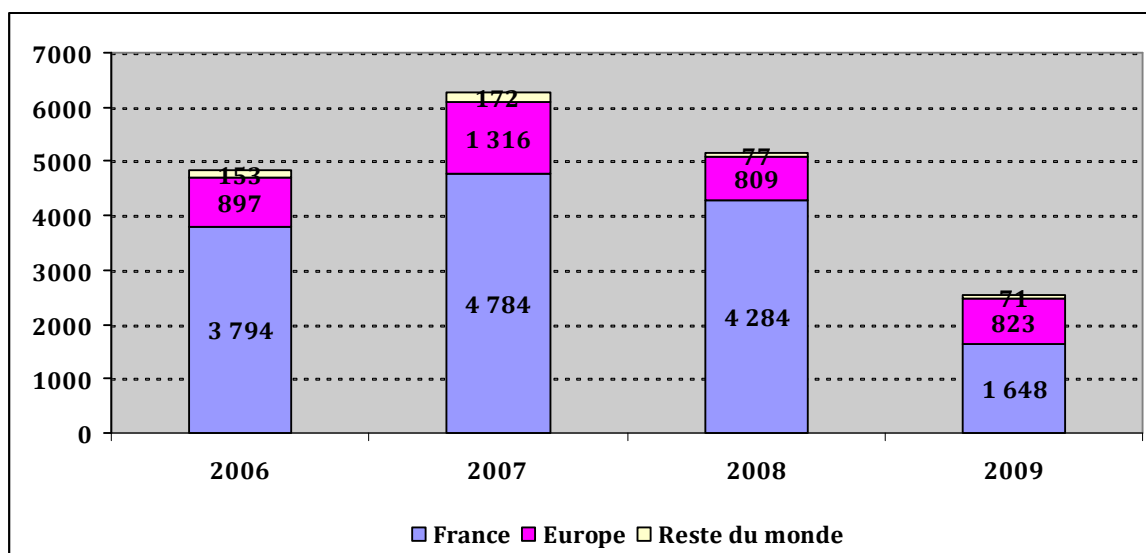


Source : AFIC.

Cette orientation majoritaire des investissements vers le territoire français est confirmée par une analyse par type de véhicule d'investissement³.

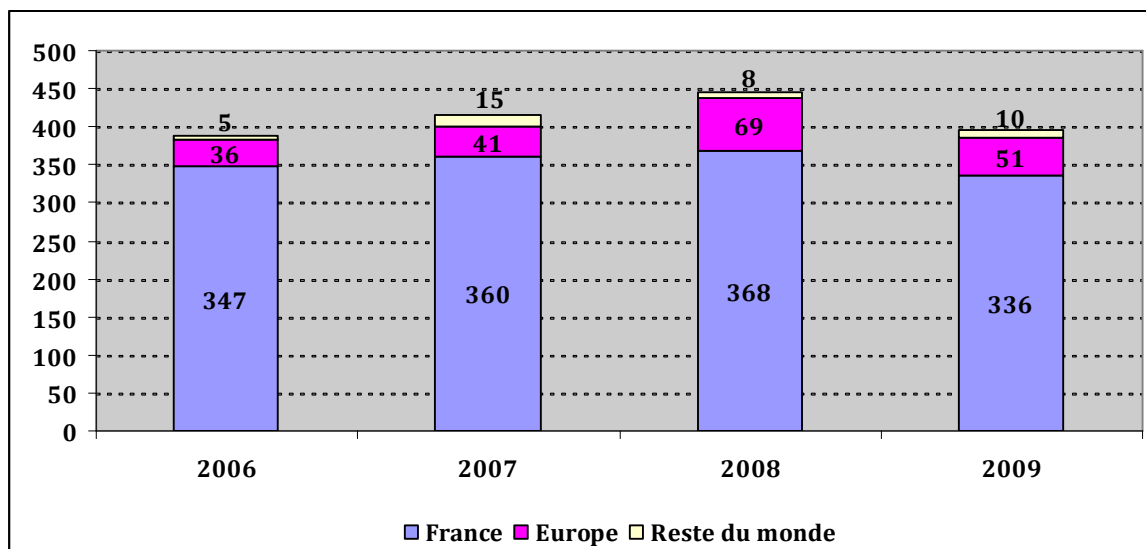
Les fonds fiscaux ouverts aux particuliers que sont les FIP et les FCPI investissent à cet égard davantage sur le territoire français que les FCPR. En effet, entre 2006 et 2009, les FCPR ont investi à hauteur de 77 % en France, contre environ 86 % pour les FCPI et 99,5 % pour les FIP.

Graphique 7 : Orientation géographique des investissements des fonds communs de placement à risque (FCPR) - en M€



Source : AFIC.

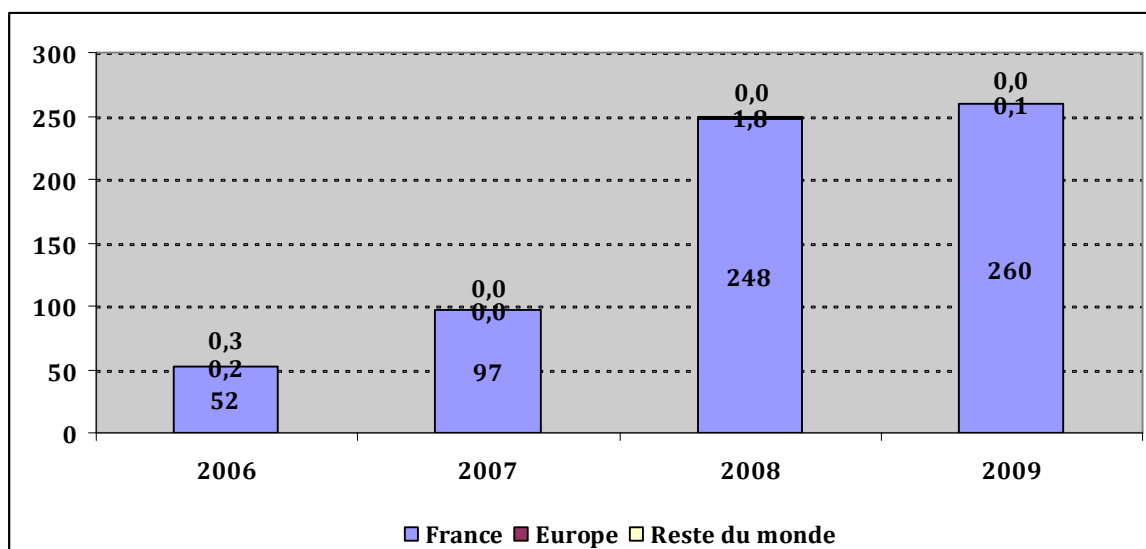
Graphique 8 : Orientation géographique des investissements réalisés par les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) - en M€



Source : AFIC.

³ En l'absence de données sur les investissements directs et sur les investissements effectués par les holdings, les données portent ici sur les différentes catégories de fonds communs de placement à risque.

Graphique 9 : Orientation géographique des investissements réalisés par les fonds d'investissement de proximité (FIP) - en M€



Source : AFIC.

2. L'État soutient le secteur du capital investissement au moyen de dispositifs fiscaux et non fiscaux créant un contexte favorable, mais néanmoins complexe, pour les entreprises et pour les sociétés de gestion

2.1. L'investissement des personnes physiques dans le capital investissement est encouragé par le biais de régimes fiscaux spécifiques aux différents véhicules d'investissement, qui concernent le véhicule d'investissement lui-même ainsi que le régime des dividendes et des plus-values de cession

2.1.1. Les holdings bénéficient d'une exonération partielle d'impôt sur les dividendes et les plus-values

Depuis la loi de finances pour 2005, les sociétés SA, telles que les holdings, détenant une participation de plus de 5 % du capital de la société cible pendant plus de deux ans bénéficient d'une exonération d'impôt sur les dividendes et la plus-value, à l'exception d'une quote-part de frais et charges évaluée à 5 % de la plus-value. L'ensemble des dividendes perçus et des plus-values réalisées lors de la cession des participations du portefeuille ne sera alors imposé qu'à raison de 5 % de leur montant, soit une imposition effective de l'ordre de 1,65 %.

En ce qui concerne les actionnaires personnes physiques, les distributions faites par une SA holding sont taxées comme des distributions ordinaires :

- ♦ soit à l'impôt sur le revenu après application d'un abattement de 40 % et d'un abattement fixe annuel ;
- ♦ soit au prélèvement libératoire.

Dans tous les cas, ces revenus sont également soumis aux prélèvements sociaux de 12,1 %.

2.1.2. L'investissement intermédié par le biais d'une SCR ou d'un FCPR bénéficie de régimes fiscaux favorables d'exonération

Les investisseurs en capital-investissement peuvent se regrouper dans un véhicule spécifique, tels qu'une SA ayant opté pour le régime fiscal de société de capital risque (SCR) ou encore un fonds commun de placement à risques (FCPR).

Chacune des deux structures répond à des caractéristiques garantissant la **neutralité fiscale** du dispositif, qui consiste à n'imposer les revenus des placements qu'au niveau des investisseurs :

- ◆ elles ne sont pas elles-mêmes imposables : le FCPR n'est pas un sujet fiscal et la SCR, qui est par définition une société par actions, est exonérée d'impôt sur les sociétés ;
- ◆ les associés sont imposés lors de la distribution :
 - si la somme perçue provient de sommes encaissées par le FCPR ou la SCR comme des intérêts ou dividendes, elle sera taxée au titre des intérêts ou dividendes ;
 - si les sommes distribuées ont pour origine dans le FCPR ou la SCR des gains en capital, elles seront taxées au titre des plus-values sur les valeurs mobilières.

Outre le principe de neutralité fiscale, l'investissement intermédié présente des avantages fiscaux destinés à encourager l'investissement des personnes physiques⁴.

2.1.2.1. L'investissement intermédié par le biais d'une société de capital risque conduit à un avantage fiscal au niveau de la société mais aussi de l'actionnaire personne physique

La **SCR** est une société par actions ne différant de la société anonyme ordinaire que par le fait qu'elle ait opté pour un régime fiscal particulier.

L'article 1-1 de la loi n°85-695 du 11 juillet 1985 dispose que peut être autorisée à prendre et à conserver la dénomination de SCR la société qui satisfait aux conditions suivantes :

- ◆ avoir pour **objet social exclusif** la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières ;
- ◆ ne pas procéder à des emprunts d'espèces au-delà de la limite de 10 % de son actif net ;
- ◆ une personne physique et sa famille ne doivent pas détenir plus de 30 % des droits aux bénéfices de la SCR et **les participations ne doivent pas conférer directement ou indirectement à une SCR ou à l'un de ses actionnaires la détention de plus de 40 % des droits de vote dans les sociétés cibles ;**
- ◆ une option pour le régime fiscal des SCR doit être formulée ;
- ◆ avoir une situation nette comptable comprenant pour au moins 50 %⁵ des titres participatifs ou titres de capital ou donnant accès au capital qui ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé ou organisé émis par des sociétés :
 - sises dans un État de l'Union européenne, ou dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ayant conclu avec la France une convention fiscale qui contient une clause d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude ou l'évasion fiscale⁶ ;
 - exerçant une activité industrielle, commerciale ou artisanale ;

⁴ La mission ne développe que les dispositifs fiscaux destinés à encourager l'investissement des personnes physiques mais relève que les investisseurs personnes morales bénéficient, dans certaines conditions, d'un régime fiscal relatif aux plus-values favorable.

⁵ La proportion de 50 % est atteinte dans un délai de deux ans à compter du premier exercice au titre duquel la société a demandé le bénéfice du régime fiscal de SCR.

⁶ En pratique, il s'agit des Etats de l'Union européenne, de la Norvège et de l'Islande.

- soumises à l'impôt sur les sociétés.

Les titres cotés et dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 M€ sont éligibles au quota dans la limite de 20 % de la situation nette comptable, ainsi que, dans la limite de 15 % de la situation nette comptable, les avances en compte courant aux sociétés dans lesquelles la SCR détient au moins 5 % du capital. Enfin, sont pris en considération dans le calcul du quota de 50 %, sous certaines conditions, les investissements dans des sociétés holdings ayant pour objet de détenir des participations dans des sociétés éligibles.

Par ailleurs, la SCR doit être constituée sous la forme d'une société par actions et avoir son siège social en France.

Le régime fiscal de faveur d'une SCR intervient à deux niveaux :

- ◆ **la SCR elle-même est exonérée de tout impôt** et donc d'impôt sur les sociétés pour les produits et plus-values nets provenant du portefeuille ;
- ◆ **les actionnaires personnes physiques⁷ se voient soumis à un régime de taxation favorable** dès lors qu'un certain nombre de conditions sont remplies.

L'article 163 quinquies C II 2^{ème} alinéa du CGI instaure un régime fiscal favorable pour l'ensemble des revenus et gains retirés par l'actionnaire personne physique dès lors que :

- ◆ l'actionnaire s'engage à conserver ses actions pendant cinq ans à compter de leur souscription ou acquisition ;
- ◆ les produits sont immédiatement réinvestis pendant la période de conservation dans la société soit sous la forme de souscriptions ou d'achat d'action soit sur un compte bloqué ;
- ◆ l'actionnaire, son conjoint et leurs ascendants et descendants ne détiennent pas ensemble, directement ou indirectement, plus de 25 % des droits dans les bénéfices des sociétés cibles. Cette proportion ne doit pas avoir été atteinte à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la souscription ou l'acquisition des actions de la SCR.

Sous condition du respect de ces obligations, l'actionnaire, personne physique, dispose d'une fiscalité favorable d'exonération d'impôt sur le revenu :

- ◆ les distributions des SCR prélevées sur les bénéfices réalisés dans le cadre de leur objet social sont exonérées d'impôt sur le revenu ;
- ◆ les gains de cessions réalisées après l'expiration du délai de cinq ans ne sont pas soumis à l'impôt sur le revenu.

Dans les deux cas, les prélèvements sociaux au taux de 12,1 % demeurent toutefois exigibles.

⁷ La mission ne traite pas ici du régime fiscal afférent aux actionnaires personnes morales.

2.1.2.2. L'investissement intermédié par le biais d'un FCPR ouvre droit à un avantage fiscal sur les dividendes et les plus-values pour les actionnaires personnes physiques

Les Fonds Communs de Placement à Risque (FCPR) ont été créés par l'article 23 de la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne. Ils relèvent de la catégorie des fonds communs de placement, lesquels appartiennent, comme les SICAV⁸, à la famille des OPCVM⁹. Les dispositions applicables sont codifiées aux articles L. 214-36 (FCPR agréés) et L. 214-37 (procédure allégée¹⁰) du code monétaire et financier (CMF). Les FCPR se distinguent des SICAV par leur absence de personnalité morale : il s'agit d'une copropriété de valeurs mobilières.

L'actif du FCPR est composé, pour 50 % au moins, de titres participatifs ou de titres de capital de sociétés, ou donnant accès au capital de sociétés, qui ne sont pas admis aux négociations sur un marché d'instruments financiers français ou étranger (art. L 214-36 alinéa 1 CMF).

L'actif peut également comprendre :

- ◆ les avances en compte courant consenties à des sociétés dans lesquelles le fonds détient au moins 5 % du capital, pour la durée de l'investissement réalisé, dans la limite de 15 % de l'actif du fonds. Ces avances peuvent être intégrées au quota de 50 % ;
- ◆ des droits représentatifs d'un placement financier dans une entité de l'OCDE¹¹ dont l'objet principal est d'investir dans des sociétés dont les titres de capital ne sont pas admis aux négociations sur un marché. Ainsi, les FCPR peuvent investir dans des entités sans personnalité morale, telles que les *limited partnerships* anglais ou encore, par transparence¹², d'autres FCPR ;
- ◆ les titres de capital admis aux négociations sur un marché d'instruments financiers d'un État partie à l'accord sur l'EEE¹³, émis par des sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 millions d'euros, dans la limite de 20 % de l'actif du fonds.

Le porteur des parts du FCPR ne peut demander le rachat de celles-ci avant l'expiration d'une **période, précisée dans le règlement du fonds. Cette période ne peut excéder dix ans** (art. L 214-36, 7° du CMF).

L'article 163 quinquies B du code général des impôts prévoit **l'exonération de l'impôt sur le revenu à raison des sommes ou valeurs auxquelles donnent droit les parts de FCPR** dès lors que :

- ◆ le souscripteur personne physique a pris l'engagement de conserver pendant cinq ans au moins les parts du FCPR et réinvestit les sommes ou valeurs réparties dans le fonds ;
- ◆ le porteur de parts, son conjoint et leurs ascendants et descendants ne détiennent pas ensemble directement ou indirectement plus de 25 % des droits dans les bénéfices des sociétés cibles ;

⁸ Société d'investissement à capital variable.

⁹ Organisme de placement collectif en valeurs mobilières.

¹⁰ La souscription et l'acquisition de parts de FCPR bénéficiant d'une procédure allégée, qui sont déclarés mais non soumis à l'agrément de l'AMF, sont réservés à un certain type d'investisseurs, principalement des investisseurs qualifiés.

¹¹ Organisation de coopération et de développement économiques.

¹² Ne sont prises en compte, pour le calcul du quota, que les participations prises dans des entreprises éligibles par les FCPR intermédiaires.

¹³ Espace économique européen.

- ◆ les titres pris en compte, directement dans le quota d'investissement de 50 % sont émis par des sociétés :
 - ayant leur siège dans un État membre de l'Union européenne, ou dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ayant conclu avec la France une convention fiscale qui contient une clause d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude ou l'évasion fiscale ;
 - qui exercent une activité industrielle, commerciale ou artisanale ;
 - qui sont soumises à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun ou y seraient soumises dans les mêmes conditions si l'activité était exercée en France ;
 - qui respectent les mêmes conditions que citées précédemment, hormis en ce qui concerne l'activité, et qui ont pour objet principal de détenir des participations financières (ie. les holdings), le calcul des quotas de 50 % et de 20 % étant effectué par transparence¹⁴.

Les sommes ou valeurs auxquelles donnent droit les parts de FCPR sont en revanche soumises aux prélèvements sociaux, au taux de 12,1 % en 2010.

2.1.3. L'avantage fiscal prévu dans le cadre d'un investissement intermédié par le biais d'une société unipersonnelle d'investissement à risque a pris fin en 2008

La société unipersonnelle d'investissement à risque (SUIR) créée par l'article 91 de la loi de finances pour 2004 n'a connu qu'un faible succès, conduisant à limiter, dans le cadre de la loi de modernisation de l'économie du 4 août 2008, le bénéfice de l'exonération d'impôt sur les sociétés aux entreprises créées avant le 1^{er} juillet 2008.

La SUIR est une société par actions simplifiées à associé unique, détenues par une personne physique. Elle est exonérée d'impôt sur les sociétés jusqu'au terme du dixième exercice suivant celui de sa création dès lors qu'elle a pour objet exclusif la souscription en numéraire au capital initial ou aux augmentations de capital de sociétés remplissant les conditions suivantes :

- ◆ avoir leur siège social dans un État de l'Union européenne, ou dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ayant conclu avec la France une convention fiscale qui contient une clause d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude ou l'évasion fiscale ;
- ◆ être créées depuis moins de cinq ans ;
- ◆ exercer une activité industrielle, commerciale ou artisanale ;
- ◆ être imposées à l'impôt sur les sociétés ;
- ◆ être nouvelles ou créées pour la reprise d'une entreprise en difficulté ;
- ◆ être détenues majoritairement par des personnes physiques directement ou indirectement ;
- ◆ et, dont les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché d'instruments financiers français ou étranger, dont le fonctionnement est assuré par une entreprise de marché ou un prestataire de services d'investissement ou tout autre organisme similaire étranger.

¹⁴ Le calcul du quota ne prenant en compte que les participations prises par la société holding dans des sociétés cibles éligibles, à l'exclusion des autres.

La SUIR doit détenir au plus 30 % du capital des sociétés dans lesquelles elle investit. Elle peut :

- ◆ consentir, dans la limite de 15 % de ses moyens, des avances en comptes courants d'associés aux sociétés dans lesquelles elle a investi ;
- ◆ consentir également des apports d'autres éléments dans la limite de 5 % de son actif.

2.2. Les dispositifs fiscaux prévoyant une réduction d'impôt sur le revenu et d'impôt sur la fortune présentent un ciblage d'entreprises imparfait

Outre les dispositifs fiscaux concernant la fiscalité des véhicules d'investissement ainsi que celle des dividendes et plus-values de cession, **des avantages spécifiques ont été prévus sous la forme de réduction d'impôt sur le revenu et de réduction d'impôt sur la fortune au titre des souscriptions au capital d'entreprises non cotées**. Les souscriptions visées peuvent être réalisées :

- ◆ **en direct ou via une société holding** : l'investissement, dans ce cas, vise des PME non cotées avec une contrainte de ciblage relativement faible ;
- ◆ **par le biais de catégories de FCPR spécifiques**, visant soit des entreprises innovantes (fonds commun de placement dans l'innovation), soit des entreprises de proximité (fonds d'investissement de proximité).

2.2.1. La réduction de l'impôt sur le revenu au titre de la souscription indirecte présente un ciblage d'entreprises imparfait mais plus précis que la réduction de l'IR au titre d'une souscription directe ou via une société holding, ouverte à toute PME non cotée

2.2.1.1. La réduction d'impôt sur le revenu au titre d'une souscription directe ou via une holding vise les petites et moyennes entreprises au sens large

Depuis 1994 et la loi n° 94-126 du 11 février 1994 relative à l'initiative et à l'entreprise individuelle (loi « Madelin »), les contribuables domiciliés fiscalement en France peuvent bénéficier d'une réduction de leur impôt sur le revenu égale à 25 % des souscriptions en numéraire au capital initial ou aux augmentations de capital¹⁵ de sociétés non cotées.

Modifié à plusieurs reprises, notamment au sujet du plafond des versements éligibles à la réduction d'impôt, l'article 199 terdecies-0 A du code général des impôts prévoit à la date de la mission les conditions d'éligibilité suivantes :

- ◆ **les titres de la société ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé français ou étranger** : il s'agit donc soit de sociétés non cotées, soit de sociétés dont les titres sont négociés sur un marché non réglementé, par exemple en France sur un marché organisé (Alternext) ou sur un marché libre ;
- ◆ la société a son siège social dans un État membre de l'Union européenne ou dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ayant conclu avec la France une convention fiscale qui contient une clause d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude ou l'évasion fiscale ;

¹⁵ Les apports en compte courant et les souscriptions ou acquisitions de titres donnant accès au capital (obligations convertibles ou échangeables en actions, bons de souscription d'actions,...) ou d'obligations ne constituent pas des souscriptions au capital.

- ◆ la société est soumise à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun ou y serait soumise dans les mêmes conditions si l'activité était exercée en France ;
- ◆ la société exerce une activité commerciale, industrielle, artisanale, libérale, agricole ou financière, à l'exception de la gestion de son propre patrimoine mobilier ou immobilier ;
- ◆ **la société doit être une petite et moyenne entreprise** qui satisfait à la définition des petites et moyennes entreprises qui figure à l'annexe I au règlement (CE) n° 800 / 2008 de la Commission du 6 août 2008 déclarant certaines catégories d'aide compatibles avec le marché commun en application des articles 87 et 88 du traité (Règlement général d'exemption par catégorie)¹⁶.

L'article 86 de la loi de finances rectificative pour 2008 renforce le dispositif : les versements ouvrant droit à réduction d'impôt sont retenus dans la limite annuelle de 20 000 € pour les contribuables célibataires, veufs ou divorcés, et de 40 000 € pour les contribuables mariés soumis à imposition communes. Le plafond est toutefois respectivement porté à 50 000 et 100 000 € pour les souscriptions au capital initial ou aux augmentations de capital des sociétés vérifiant quatre conditions supplémentaires :

- ◆ la société emploie moins de cinquante salariés et a réalisé un chiffre d'affaires annuel ou a un total de bilan inférieur à 10 millions d'euros au cours de l'exercice ;
- ◆ la société est créée depuis moins de cinq ans ;
- ◆ la société est en phase d'amorçage, de démarrage ou d'expansion au sens des lignes directrices concernant les aides d'État visant à promouvoir les investissements en capital-investissement dans les petites et moyennes entreprises (2006 / C 194 / 02) ;
- ◆ la société ne doit pas être qualifiable d'entreprise en difficulté au sens des lignes directrices communautaires concernant les aides d'État au sauvetage et à la restructuration d'entreprises en difficulté ou relever des secteurs de la construction navale, de l'industrie houillère ou de la sidérurgie.

Au total, sont éligibles à la réduction d'impôt sur le revenu les souscriptions au capital :

- ◆ de **sociétés opérationnelles**, y compris celles ayant une activité financière ou bancaire ;
- ◆ de **sociétés holding animatrices de leur groupe** qui sont considérées comme exerçant une activité commerciale. Il s'agit de sociétés qui participent activement à la conduite de la politique du groupe et au contrôle des filiales et qui rendent, le cas échéant et à titre purement interne, des services spécifiques administratifs, juridiques, comptables, financiers ou immobiliers.

Les versements ouvrant droit à la réduction d'impôt sont ceux effectués jusqu'au 31 décembre 2012.

L'investissement direct ouvre donc droit à une réduction fiscale dès lors que l'entreprise cible est une PME non cotée : seul le dispositif mis en place par la loi de finances rectificative pour 2008 cible instaure un ciblage vers les entreprises les plus petites (moins de 50 salariés) et les plus jeunes (moins de 5 ans), les plus susceptibles d'avoir un besoin de financement de type capital-risque.

¹⁶ Les PME, au sens communautaire, sont définies comme des entreprises qui emploient moins de 250 personnes et qui, soit réalisent un chiffre d'affaires annuel n'excédant pas 50 millions d'euros, soit ont un total du bilan annuel n'excédant pas 43 millions d'euros.

Enfin, l'article 59 de la loi de finances pour 2007 élargit le bénéfice de la réduction d'impôt sur le revenu, par transparence, aux souscriptions au capital de PME « opérationnelles » et réalisées par l'intermédiaire d'une société holding. Le montant du versement retenu dans la base de la réduction d'impôt sur le revenu, est proportionnel aux souscriptions en numéraire au capital initial ou aux augmentations de capital réalisées par la société holding dans des PME opérationnelles non cotées. **Les SCR et les SUIR sont exclues du champ de ce dispositif.**

2.2.1.2. La réduction d'impôt sur le revenu au titre d'une souscription indirecte via des fonds vise les entreprises innovantes d'une part et les PME régionales d'autre part

L'article 199 terdecies-0-A du CGI prévoit un avantage fiscal lié à la souscription en numéraire de parts de fonds commun de placement dans l'innovation (FCPI) ou de fonds d'investissement de proximité (FIP), qui ont pour cible des sociétés aux profils plus spécifiques.

En effet, la loi de finances pour 1997 crée un avantage fiscal pour les souscripteurs de parts de FCPI (article L 214-41 du code monétaire et financier). Ce dispositif est complété par la loi n° 2003-721 du 1^{er} août 2003 pour l'initiative économique, qui crée **les FIP (article 214-41-1 du CMF)**, destinés à promouvoir le capital-investissement *via* l'essor des PME régionales.

Outre la fiscalité favorable mentionnée *supra* relative aux dividendes et plus values de cession¹⁷, **les contribuables peuvent bénéficier d'une réduction de leur impôt sur le revenu égale à 25 % des souscriptions en numéraire de part de FIP et de FCPI sous condition que :**

- ◆ les personnes physiques prennent un engagement de conservation des parts de fonds pendant cinq ans au moins ;
- ◆ le porteur de part et son groupe familial ne détiennent pas ensemble plus de 10 % des parts du fonds et, directement ou indirectement, plus de 25 % des droits dans les bénéficiaires des sociétés cibles des fonds ;
- ◆ le quota d'investissement de 60 % mentionné *infra* soit atteint à hauteur de 50 % au moins au plus tard huit mois à compter de la date de clôture de la période de souscription et à hauteur de 100 % au plus tard le dernier jour du huitième mois suivant.

Les FCPI sont une catégorie de FCPR dont l'actif est constitué pour 60 % au moins de titres financiers, parts de sociétés à responsabilité limitée et avances en comptes courant, de sociétés innovantes répondant aux principaux critères suivants :

- ◆ elles comptent **moins de 2 000 salariés** ;
- ◆ leur capital n'est pas détenu majoritairement, directement ou indirectement, par une ou plusieurs personnes morales ayant des liens de dépendance avec une autre personne morale ;
- ◆ elles peuvent être admises sur un marché organisé non réglementé (type Alternext) dès lors que leur capitalisation boursière est inférieure à 150 M€ ;

¹⁷ A cet égard, l'article 163 quinquies B du CGI prévoit que les FCPI sont réputés remplir les conditions d'actif dès lors que le souscripteur réinvestit les valeurs ou sommes réparties dans le fonds et demeurent indisponibles pendant cinq ans. Les FIP doivent en outre répondre aux conditions d'actif prévus au II de l'article 163 quinquies B, en particulier en ce qui concerne l'activité des PME cibles (commerciale, artisanale ou industrielle).

- ◆ leur **caractère innovant** est déterminé de la manière suivante :
 - l'entreprise a réalisé au cours de l'exercice précédent des dépenses de recherche représentant au moins 15 % des charges fiscalement déductibles (10 % en ce qui concerne les entreprises industrielles) ;
 - ou encore, l'entreprise justifie de la création de produits, procédés ou techniques dont le caractère innovant et les perspectives de développement économique sont **reconnues par le biais de la qualification « entreprise innovante » attribuée pour trois ans par Oséo.**
- ◆ sont également éligibles, dans la limite de 20 % de l'actif du fonds :
 - les titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé (type Euronext), émis par des sociétés innovantes de moins de 2 000 salariés **dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 M€ ;**
 - les sociétés mères d'unité économiques innovantes (holdings) comptant moins de 2 000 salariés (filiales incluses), présentant un caractère innovant (qualification Oséo) et dont l'objet est la détention exclusive de sociétés répondant aux conditions suivantes :
 - les sociétés filiales sont détenues à hauteur de 75 % au moins par la société mère ;
 - les filiales sont qualifiées « innovantes » ou exercent une activité industrielle ou commerciale qui concourt à la réalisation d'un projet innovant.

Au sein du ratio de 60 %, 6 % de l'actif doit être investi dans des entreprises dont la capitalisation boursière est comprise entre 100 000 € et 2 M€.

Les FIP sont des FCPR dont l'actif est composé pour 60 % au moins de titres financiers, parts de sociétés à responsabilité limitée et avances en comptes courant, de sociétés répondant à un ensemble de critères, parmi lesquels :

- ◆ les sociétés exercent leurs activités principalement dans des établissements situés dans **la zone géographique choisie par le fonds et limitée au plus à quatre régions limitrophes ;**
- ◆ **elles répondent à la définition européenne des PME ;**
- ◆ elles n'ont pas pour objet la détention de participations financières (sauf dans le cas de holdings ayant pour objet de détenir exclusivement des PME éligibles) ;
- ◆ **10 % de l'actif est constitué de sociétés nouvelles**, exerçant leur activité ou juridiquement constituées depuis **moins de cinq ans ;**
- ◆ sont également pris en compte, et dans la limite de 10 % de l'actif du FIP, les parts de FCPR et les actions de SCR à concurrence du pourcentage d'investissement dans les sociétés éligibles ;
- ◆ sont également éligibles, dans la limite de 20 % de l'actif du fonds, les titres de capital admis aux négociations sur un marché d'instruments financiers (organisé comme réglementé), émis par des PME « régionales » dès lors que leur capitalisation boursière est inférieure à 150 M€ ;
- ◆ enfin, sont éligibles au quota de 60 % les titres des sociétés holdings dont l'objet exclusif est la détention, à hauteur d'au moins 90 % de son actif, de participations au sein de sociétés éligibles (les avances en compte courant étant également prises en compte).

L'article 76 de la loi de finances pour 2007 complète le dispositif et double la réduction d'impôt, qui passe de 25 % à 50 %, dès lors que l'actif du FIP est constitué pour 60 % au moins de valeurs mobilières, parts de société à responsabilité limitée et avances en compte courant émises par des sociétés qui exercent leurs activités exclusivement dans des établissements situés en Corse.

Le solde de l'actif des FIP et FCPI (soit 40 % au maximum) est investi librement par les sociétés de gestion.

Le code monétaire et financier prévoit par ailleurs une règle de dispersion des risques commune aux FCPR, FCPI et FIP. Ainsi, l'actif peut être employé à :

- ◆ 10 % au plus en titres d'un même émetteur ;
- ◆ 35 % au plus en actions ou parts d'un même organisme de placement collectif en valeurs mobilières ;
- ◆ 10 % au plus en actions ou parts d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières à règles d'investissement allégées relevant de l'article L. 214-35 ;
- ◆ 10 % au plus en titres ou en droits représentatifs d'une même entité mentionnée au b du 2 de l'article L. 214-36.

Le code monétaire et financier prévoit également des ratios d'emprise en ses articles R214-64 et R 214-80 : en particulier, un FCPI ou un FIP ne peuvent détenir durablement plus de 35 % du capital ou des droits de vote d'un même émetteur.

L'avantage fiscal afférent aux souscriptions aux parts de FIP et de FCPI s'applique aux versements effectués jusqu'au 31 décembre 2010. Les versements sont retenus dans les limites annuelles de 12 000 € pour les contribuables célibataires, veufs ou divorcés, et de 24 000 € pour les contribuables mariés soumis à imposition commune.

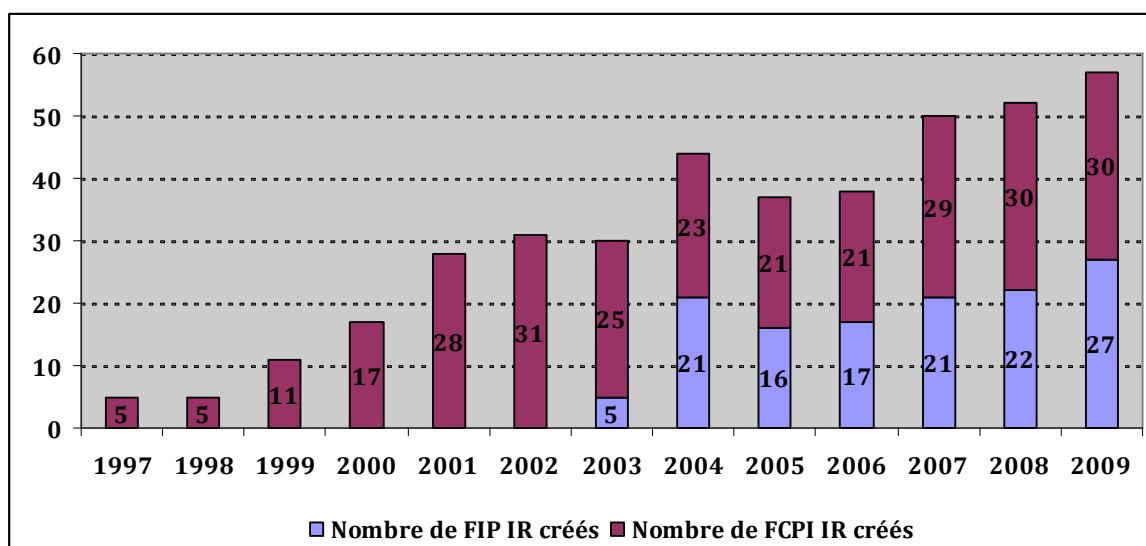
Les sociétés ciblées par les dispositifs de réduction fiscale sont donc :

- ◆ **des sociétés innovantes**, dès lors que le véhicule est un FCPI, sans que ne soient ciblées les plus petites entreprises (la limite en effectifs est de 2 000 salariés). La condition selon laquelle 6 % de l'actif doit être investi dans des entreprises dont la capitalisation boursière est comprise entre 100 000 € et 2 M€ vise les sociétés en amorçage, mais sans que cela ne soit véritablement explicite ;
- ◆ **des PME à caractère « régional »**, dès lors que le véhicule est un FIP, avec un ciblage à hauteur de 10 % vers les entreprises les plus jeunes.

L'ensemble des ratios permet de cibler certaines entreprises avec néanmoins de faibles contraintes quant au stade de développement de l'entreprise.

Au total, selon les données de l'AFIC, **276 FCPI ont été créés depuis 1997 et 129 FIP depuis 2003.**

Graphique 10 : Nombre de FCPI et de FIP créés chaque année (1997 – 2009)



Source : AFIC.

2.2.1.3. Les montants déclarés investis ou souscrits et le coût afférent aux réductions d'impôt sur le revenu ont connu une forte croissance depuis 1997, au fil de la création des dispositifs d'investissement

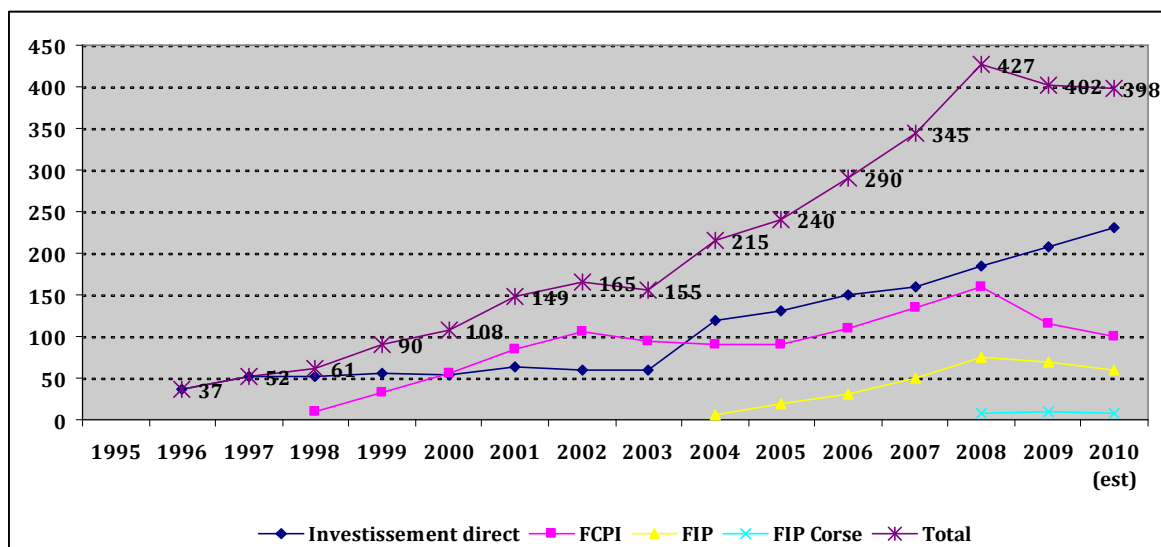
Le niveau de dépense fiscale au titre de la réduction d'IR s'élève à 401 M€ en 2009 et est estimé à 398 M€ en 2010, avec une augmentation de la part relative de la dépense liée à l'investissement direct, constatée à 51,6 % en 2009 et prévue à 58 % dans le PLF pour 2010. En 2009, la dépense fiscale afférente à :

- ◆ l'investissement direct, représente 207 M€ ;
- ◆ la souscription dans des parts de FCPI, s'élève à 116 M€ ;
- ◆ la souscription dans des parts de FIP, représente 79 M€.

La dépense fiscale en 2009 est inférieure à celle constatée en 2008, qui s'élève à 427 M€. Le coût lié à l'investissement direct atteignait alors 185 M€, celui afférent aux FCPI 160 M€ et celui de l'ensemble des FIP 82 M€¹⁸.

¹⁸ La dépense fiscale au titre de la souscription à un « FIP Corse » est constatée pour la première fois en 2008, le dispositif étant entré en vigueur à compter de l'imposition sur les revenus 2007.

Graphique 11 : Décomposition de dépense fiscale au titre de la réduction d'impôt sur le revenu (en M€) depuis 1995

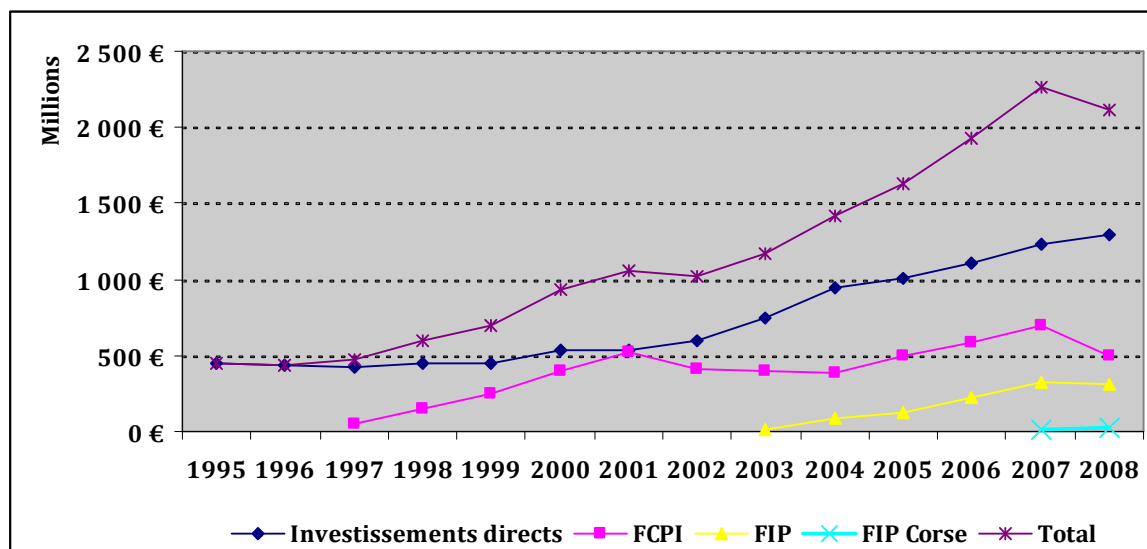


Source : DLF.

Cette dépense fiscale découle d'un montant d'investissements et de souscriptions déclaré par les contribuables qui a considérablement évolué au fil des créations de véhicules fiscaux. Il s'élève en 2008 à 2,1Mds€, composés comme suit :

- ◆ 61 % de dépenses d'investissement directs ;
- ◆ 23,4 % de souscriptions à un FCPI IR ;
- ◆ 15,8 % de souscriptions à un FIP IR.

Graphique 12 : Montants des investissements et des souscriptions déclarés par les contribuables (1995-2008)

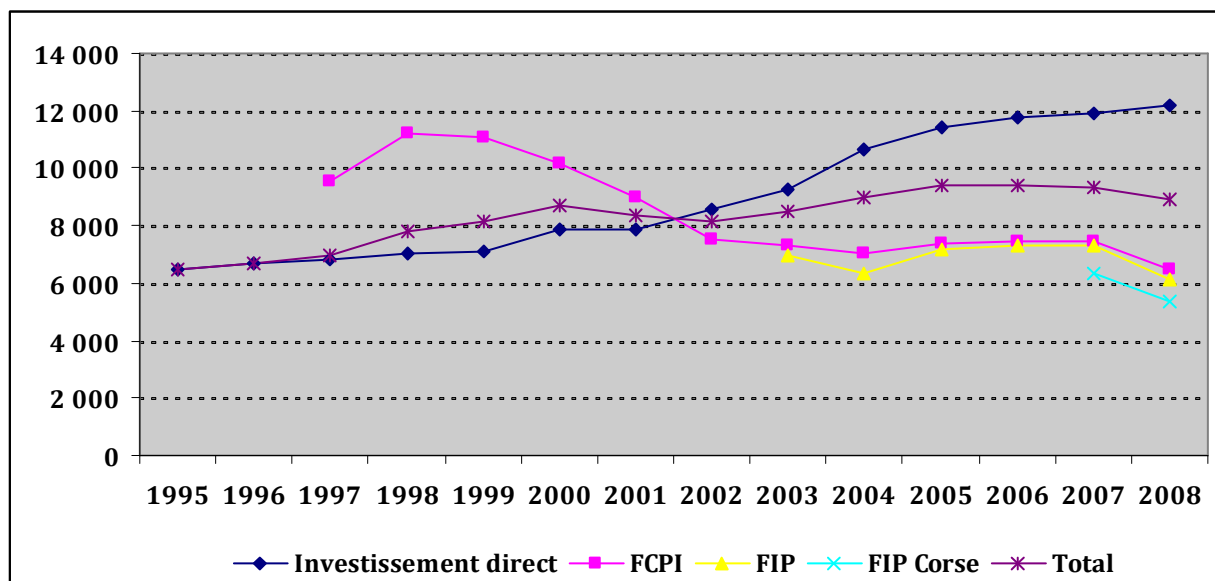


Source : DLF.

Le nombre de foyers investisseurs a également cru, et atteint le nombre de 237 595 en 2008¹⁹. **Le montant moyen investi est de 8 923 € par foyer fiscal**, avec de fortes disparités en fonction du type d'investissement :

- ◆ le montant moyen investi directement s'élève à 12 214 € en 2008, en augmentation régulière depuis 1995 ;
- ◆ le montant moyen souscrit dans un FCPI s'élève en 2008 à 6 450 €, en diminution régulière depuis 1998, date à laquelle il a connu son plus haut niveau, à 11 241 € ;
- ◆ le montant moyen souscrit dans un FIP s'élève en 2008 à 6 130 €, ce qui correspond au niveau bas de la moyenne investie depuis 2003 ;
- ◆ le montant moyen souscrit dans un FIP Corse s'élève en 2008 à 5 360 €.

Graphique 13 : Montants moyens investis ou souscrits ouvrant droit à une réduction d'IR



Source : DLF.

2.2.2. La réduction de l'impôt sur la fortune prévue par la loi « TEPA » vise à encourager l'investissement direct et l'action des *business angels* via un taux de réduction très élevé, pouvant aller jusqu'à 75 %

2.2.2.1. Le dispositif mis en place par la loi du 21 août 2007 ouvre droit à une très forte réduction d'ISF pour une souscription directe au capital d'une PME

L'article 16 de la loi n° 2007-1223 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat (dit « TEPA ») a instauré un dispositif de réduction d'ISF en faveur de l'investissement dans des PME au sens communautaire. **Ce dispositif permet aux redevables de l'ISF qui le souhaitent d'imputer sur leur cotisation, dans la limite annuelle globale de 50 000 €, 75 % du montant des versements effectués au titre de la souscription au capital de PME au sens communautaire.**

La société bénéficiaire des versements doit satisfaire les conditions suivantes :

- ◆ être une petite et moyenne entreprise au sens communautaire ;

¹⁹ Les foyers sont décomptés plusieurs fois lorsqu'ils investissent selon des modes différents une même année.

- ◆ exercer exclusivement une activité industrielle, commerciale, artisanale, agricole ou libérale. Les activités de gestion de patrimoine mobilier, notamment celles des organismes de placement en valeurs mobilières, et les **activités de gestion ou de location d'immeubles, sont exclues** ;
- ◆ avoir son siège de direction effective dans un État membre de l'Union européenne ou dans un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen ayant conclu avec la France une convention fiscale qui contient une clause d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude ou l'évasion fiscale ;
- ◆ ses titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché **réglementé** français ou étranger. En revanche, les sociétés dont les titres sont cotés sur Alternext ou sur un marché libre sont susceptibles d'être éligibles ;
- ◆ être soumise à l'impôt sur les bénéfices dans les conditions de droit commun ou y être soumise dans les mêmes conditions si l'activité était exercée en France ;
- ◆ **être en phase d'amorçage, de démarrage ou d'expansion au sens des lignes directrices communautaires** concernant les aides d'État visant à promouvoir les investissements en capital-investissement dans les petites et moyennes entreprises ;
- ◆ ne pas être qualifiable d'entreprise en difficulté au sens des lignes directrices communautaires concernant les aides d'État au sauvetage et à la restructuration d'entreprises en difficulté ou relever des secteurs de la construction navale, de l'industrie houillère ou de la sidérurgie ;
- ◆ le montant des versements mentionnés au premier alinéa ne doit pas excéder le plafond fixé par décret. Ce plafond ne peut excéder 1,5 M€ par période de douze mois, ce plafond ayant néanmoins été porté à 2,5 M€ jusqu'au 31 décembre 2010.

Tout comme pour le dispositif de réduction d'IR, les sociétés holdings animatrices de leur groupe sont assimilées à des sociétés opérationnelles dès lors qu'elles respectent toutes les conditions citées ci-dessus. Les holdings animatrices ne sont donc pas soumises aux contraintes afférentes aux holdings passives telles que décrites ci-après.

2.2.2.2. Les modalités de souscription indirecte via une holding passive ont fait l'objet d'une révision en 2009 sans toutefois cibler davantage le type de PME investie

Comme pour le dispositif de réduction d'IR, la réduction d'ISF, à hauteur de 75 %, s'applique aux souscriptions indirectes au capital de PME communautaires réalisées par l'intermédiaire d'une société holding. La société holding doit satisfaire à l'ensemble des conditions mentionnées précédemment applicables aux sociétés opérationnelles en cas d'investissement direct, à l'exception de celle tenant à son activité. Il est à noter que les SCR et les SUIR sont exclues du champ du dispositif TEPA.

La société holding interposée doit avoir pour **objet exclusif de détenir des participations dans des sociétés opérationnelles exerçant une activité industrielle, commerciale, artisanale, agricole ou libérale** : cette condition est réputée satisfaite lorsque la holding détient au moins 90 % de son actif brut comptable en titres de sociétés opérationnelles.

Le montant des versements effectués par le redevable au titre de souscriptions au capital d'une holding est pris en compte pour l'assiette de la réduction d'ISF dans la limite de la fraction des sommes effectivement réinvesties par cette société au capital de PME éligibles. Ainsi, une holding ayant souscrit au capital de PME éligibles à hauteur de 95 % de ses capitaux permet une réduction d'ISF pour le souscripteur de 95 % de 75 %, soit 71,25 %, dans la limite de 50 000 €.

L'article 106 de la loi de finances pour 2009 institue en complément, à compter du 16 juin 2009 (ce qui concerne en pratique l'ISF dû à compter de l'année 2010), trois conditions supplémentaires :

- ◆ **la société holding ne doit pas compter plus de 50 associés ou actionnaires²⁰.** Dans le cas où un opérateur constitue plusieurs sociétés holdings, chacune ne peut valablement affecter les fonds levés auprès de ses souscripteurs qu'au capital de sociétés cibles distinctes et relevant de pôles d'activité différents ;
- ◆ **la société holding doit avoir exclusivement pour mandataires sociaux des personnes physiques :** aucune des fonctions de direction de la société holding ne peut donc être assurée par une personne morale ;
- ◆ **la société holding ne doit accorder aucune garantie en capital à ses associés ou actionnaires en contrepartie de leurs souscriptions, ni aucun mécanisme de sortie automatique au terme du délai fiscal de conservation des actions ou parts sociales de cinq ans ;** des mécanismes peuvent néanmoins être mis en place par les sociétés holdings visant à garantir au souscripteur qui le souhaitent la liquidité de leur investissement sans annuler leur risque en capital.

2.2.2.3. La souscription indirecte via des fonds bénéficie pour sa part d'une réduction d'ISF moins élevée, de l'ordre de 50 %, et fait l'objet d'un ciblage plus important que le dispositif IR

La souscription à des parts de FIP et de FCPI ouvre droit à une réduction d'ISF maximale de 50 %. Aux conditions prévues dans le cadre du dispositif de réduction d'IR s'ajoutent **des contraintes d'investissement complémentaires :**

- ◆ l'actif des FCPI doit être constitué au moins :
 - à hauteur de 40 % de titres reçus en contrepartie de souscription au capital de PME exerçant leur activité ou juridiquement constituées depuis moins de cinq ans ;
 - à hauteur d'un pourcentage que le FCPI doit fixer de son actif qu'il entend investir en titres reçus en contrepartie de souscription au capital de PME éligibles à l'investissement direct (cf. *supra*, 2.2.2.1).
- ◆ les FCPR sont éligibles aux mêmes conditions ici mentionnées que les FCPI ;
- ◆ l'actif des FIP doit être constitué au moins :
 - à hauteur de 20 % de titres reçus en contrepartie de souscription au capital ou de titres reçus en contrepartie d'obligations converties de PME exerçant leur activité ou juridiquement constituées depuis moins de cinq ans ;
 - à hauteur d'un pourcentage que le FIP doit fixer de son actif qu'il entend investir en titres reçus en contrepartie de souscription au capital de PME éligibles à l'investissement direct (cf. 2.2.2.1).

La référence à la souscription en capital est importante : en effet, les acquisitions de titres ne sont pas éligibles. L'éligibilité suppose ainsi que les titres soient nouvellement émis à l'issue d'une **augmentation de capital**.

²⁰ La limitation du nombre d'associés vise à empêcher la constitution de holdings de très grande taille assimilables en nombre d'investisseurs et en masse financière à des fonds d'investissement, sans pour autant être soumise à un contrôle comparable.

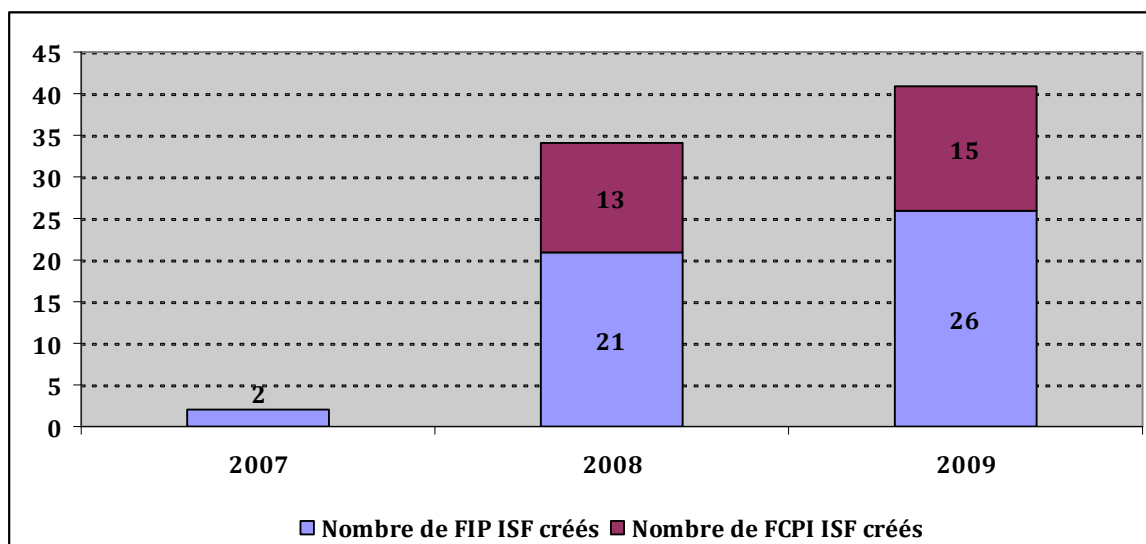
Les délais dans lesquels les quotas doivent être respectés sont identiques à ceux fixés dans le cadre du dispositif IR : ils doivent être atteints **à hauteur de 50 % au moins au plus tard huit mois à compter de la date de clôture de la période de souscription et à hauteur de 100 % au plus tard le dernier jour du huitième mois suivant**. Les fonds ayant pour objet d'investir plus de 50 % de leur actif au capital de jeunes entreprises innovantes bénéficient d'un délai d'investissement supérieur : les quotas d'investissement doivent être respectés au plus tard lors de l'inventaire de clôture de l'exercice suivant l'exercice de la constitution du fonds, ce qui correspond à un maximum de 30 mois.

Les versements servant de base au calcul de l'avantage fiscal sont ceux retenus dans la limite du pourcentage initialement fixé par le fonds d'actifs investis au capital de PME éligibles à l'investissement direct (cf. 2.2.2.1). Ainsi, la souscription dans un fonds ayant fixé le quota à hauteur de 55 % est susceptible d'ouvrir droit à une réduction d'ISF de 55 % de 50 %, soit 27,5 %²¹.

L'avantage fiscal ne peut être supérieur à **20 000 € par an**, le total des avantages fiscaux reçus au titre des différents dispositifs étant **plafonné à 50 000 €**.

Au total, selon les données de l'AFIC, **28 FCPI et 49 FIP depuis la mise en place de la réduction d'ISF au titre de la souscription dans l'un de ces véhicules**.

Graphique 14 : Nombre de FCPI et de FIP ISF créés chaque année (2007 - 2009)



Source : AFIC.

2.2.2.4. La dépense fiscale relative à la réduction d'ISF est principalement liée aux investissements directs ou via des holdings

La dépense fiscale relative à la réduction d'imposition ISF s'élève à 720 M€ en 2008 et en 2009, pour un montant investi ou souscrit en 2009 de 1 035 M€, en légère diminution (-4 %) par rapport à 2008, alors même que le nombre de foyers investisseurs a cru de 10 %. Ce constat global, qui conclut à une **baisse de l'investissement moyen réalisé par foyer fiscal**, recouvre des tendances différentes :

²¹ Ce principe de transparence, qui conduit à moduler le taux de l'avantage fiscal en fonction de la proportion de capitaux investis au capital de **PME éligibles au sens communautaire**, permet de se conformer aux lignes directrices de la Commission européenne concernant les aides d'État visant à promouvoir les investissements en capital-investissement dans les PME. Les investissements par le biais de FCPI, qui peuvent en principe cibler des entreprises jusqu'à 2 000 salariés, sont de ce fait compatibles avec le cadre communautaire. Cf. *infra* 2.3.

- ◆ les investisseurs directs sont plus nombreux (+20 %) mais investissent moins qu'en 2008 (-2,5 %), ce qui aboutit à une diminution de la réduction d'impôt moyenne de près de 19 % ;
- ◆ la très forte augmentation du nombre de foyers investissant par le biais d'une holding (+188 %) est largement supérieure à celle des montants investis (+75 %), ce qui se traduit également par une diminution de la réduction d'impôt moyenne, de l'ordre de -42 % ;
- ◆ le nombre de foyers déclarant une souscription à un FIP ou un FCPI a diminué (respectivement -24 et -13 %), ainsi que le montant de la collecte (-39 % et - 36 %), expliquant une diminution de la réduction moyenne de respectivement -19 % et -26 %.

Les investissements directs représentent en 2008 comme en 2009 la majorité des dépenses ouvrant droit à réduction d'ISF (soit respectivement 53 % et 54 % des montants souscrits ou investis). En revanche, la hiérarchie des investissements non directs a considérablement changé entre 2008 et 2009 : en effet, les holdings représentent en 2009 24 % des montants déclarés souscrits ou investis, contre 13 % en 2008, cette progression étant réalisée au détriment des véhicules FIP / FCPI ISF, qui passent de 34 % des montants investis ou souscrits en 2008 à 22 % en 2009. Cette modification dans la hiérarchie des investissements non directs explique que le montant de dépense fiscale soit maintenu à 720 M€ alors même que les montants investis ou souscrits diminuent. Les investissements ont en effet été réalloués vers un véhicule (holding) offrant un taux de réduction (maximum 75 %) supérieur à ceux des FIP et FCPI (maximum 50 %).

Tableau 2 : Statistiques relatives à la dépense fiscale ISF en 2008 et 2009

Investissement	Montant investi ou souscrit 2008 (M€)	Montant investi ou souscrit 2009 (M€)	RI 2008 (M€)	RI 2009 (M€)	Nombre de bénéficiaires 2008	Nombre de bénéficiaires 2009	RI moyenn e 2008 (€)	RI moyenn e 2009 (€)
Direct	576	561	432	421	26 755	32 051	16 146	13 126
Holdings	142	248	106	186	6 000	17 305	17 667	10 271
FIP	240	146	120	73	28 796	21 799	4 167	3 359
FCPI – FCPR	125	80	62	40	14 607	12 692	4 244	3 126
Total	1 083	1 035	720	720	76 158	83 847	9 810	8 587

Source : GF3C. NB : « RI » = réduction d'impôt.

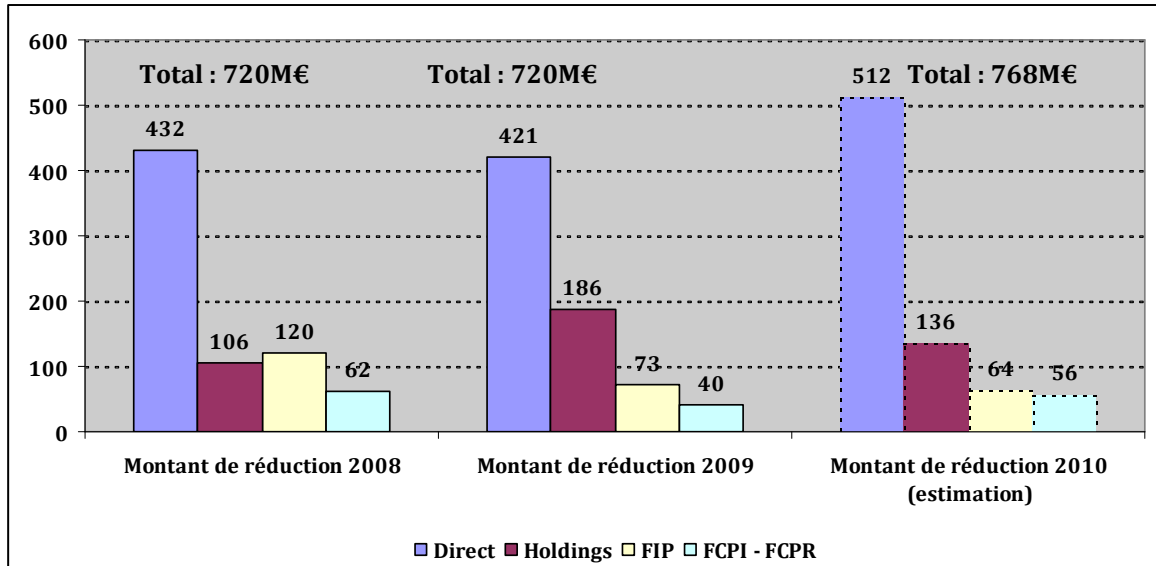
Les premières estimations²² relatives à la réduction d'ISF 2010 font apparaître pour leur part :

- ◆ **une augmentation de la dépense fiscale totale de +6,7 %**, passant de 720 M€ à 768 M€ ;
- ◆ **une accentuation de la prépondérance des réductions d'ISF liées aux investissements directs (67 % du total des réductions d'ISF, pour environ 60 % en 2008 et 2009)**, qui découle probablement des restrictions apportées à la constitution de sociétés holdings. En effet, les dépenses fiscales afférentes aux investissements via des holdings sont en diminution de près de 27 % entre 2009 et 2010 (soit - 50 M€), alors même que les dépenses fiscales liées aux investissements directs, stimulés par les holdings animatrices, les mandats de gestion et les mandats de conseil (cf. annexe 4), ont augmenté de 21,6 % (soit +91 M€).

²² Il s'agit de la situation arrêtée au 2 juillet 2010, qui n'englobe pas les recouvrements résultant du contrôle fiscal, ni les dépôts ultérieurs (déclarations tardives déposées après le 2 juillet 2010 et déclarations déposées par les non-résidents qui bénéficient d'un délai spécial de souscription).

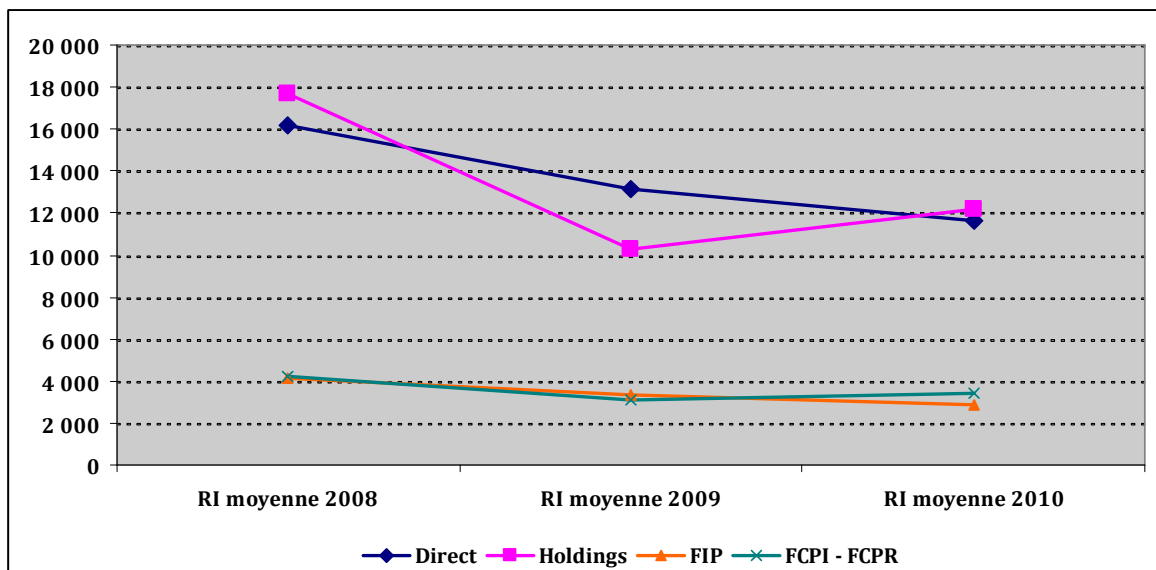
Le montant de réduction moyenne d'ISF augmente pour les investissements *via* les holdings ISF (+18,5 %), dépassant le montant moyen de réduction d'ISF lié aux investissements directs qui diminue de -11,5 %. En effet, comme l'indiquent les entretiens menés par la mission, la limitation des holdings à 50 associés ou actionnaires a conduit à ne proposer ce véhicule qu'aux investisseurs ayant la plus grande capacité d'investissement, les autres étant orientés vers l'investissement direct ou encore les fonds FIP et FCPI.

Graphique 15 : Montants de réduction d'ISF (en M€) 2008 - 2010



Source : GF3C.

Graphique 16 : Montant moyen de réduction d'ISF, 2008 - 2010



Source : GF3C.

2.2.3. La dépense fiscale afférente aux réductions d'IR et d'ISF a quadruplé entre 2006 et 2009, pour atteindre 1,122 Mds€

La succession de dispositifs d'incitation fiscale conduit à une multiplicité d'investisseurs, qu'il s'agisse d'acteurs individuels (investissement direct), regroupés au sein de holdings (dont le nombre total n'est pas recensé), ou bien ayant recours à des fonds d'investissement (FIP, FCPI) spécialisés par avantage fiscal et aux règles d'investissement peu lisibles (notamment en raison de la diversité des ratios et des quotas à respecter) Si ces différents encouragements contribuent à créer un environnement favorable pour le capital-investissement, celui-ci s'avère néanmoins complexe.

En ce qui concerne la dépense fiscale découlant des avantages fiscaux sur l'IR et l'ISF en faveur des PME, elle représente 1,122 Mds € en 2009. Cette dépense a fortement cru depuis 2006 pour **franchir le seuil du milliard d'euros en 2008, à la suite de l'adoption de la loi TEPA** et de l'octroi des avantages fiscaux sur l'ISF.

En 2009, les investissements réalisés au titre des avantages fiscaux sur l'ISF représentent à eux seuls près des 2/3 de la dépense fiscale, avec un montant total de 720 M€ (contre 402 M€ pour les exonérations au titre de l'IR).

Annexe I

Tableau 3 : Synthèse des dépenses fiscales liées aux dispositifs de réduction d'IR et d'ISF (1996 - 2009)

Véhicule	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Réduction d'impôt sur le revenu (IR)														
Investissement direct	37	52	52	56	53	64	60	60	120	130	150	160	185	207
FCPI	-	-	9	34	55	85	105	95	90	90	110	135	160	116
FIP	-	-	-	-	-	-	-	-	5	20	30	50	75	70
FIP Corse	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7	9
Total des réductions d'impôt sur le revenu	37	52	61	90	108	149	165	155	215	240	290	345	427	402
Réduction d'impôt sur la fortune (ISF)														
Investissement direct	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	432	421
Holdings	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	106	186
FCPI - FCPR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	62	40
FIP	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	120	73
Total des réductions d'ISF	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	720	720
Total des réductions d'IR et d'ISF	37	52	61	90	108	149	165	155	215	240	290	345	1 147	1 122

Source : DLF et GF3C.

Encadré 1 : Le Royaume-Uni a mis en place deux dispositifs d'incitation fiscale pour l'investissement dans des PME par les particuliers : le *venture capital trust* (VCT) et l'*enterprise investment scheme* (EIS)

Afin d'inciter les particuliers à investir dans les PME, le Royaume-Uni a mis en place un dispositif de réduction d'impôt sur le revenu visant à soutenir l'investissement direct (*enterprise investment scheme* – EIS) et l'investissement par le biais de fonds (*venture capital trust* – VCT).

Les deux dispositifs sont plus strictement encadrés que ne le sont les dispositifs français dans la mesure où :

- ils ciblent de petites entreprises exerçant leur activité dans un secteur éligible ;
- l'auto-investissement est exclu du dispositif en ce qui concerne l'investissement direct ;
- les fonds d'investissement visés dans le cadre du VCT doivent être cotés sur le marché et investir 70 % des montants collectés (pour 60 % dans le dispositif français) ;
- un *reporting* des entreprises investies est effectué, permettant à l'administration britannique de réaliser des études d'impact des dispositifs.

En ce qui concerne l'ampleur de l'incitation fiscale, l'investissement à travers un fonds bénéficie d'une réduction d'impôt (30 %) supérieure à l'investissement direct (20 %), mais les plafonds sont largement inférieurs (200 000£ contre 500 000£), ce qui découle, d'après les entretiens de la mission, davantage du produit de l'histoire que d'une réflexion systémique et économique.

Le régime de l'EIS a été mis en place en 1994 et a pour objet de favoriser l'investissement direct selon les modalités suivantes :

- les particuliers investissant entre **500£ et 500 000£ sur une année**, pour une durée minimale d'investissement de trois ans, bénéficient d'une **réduction d'impôt sur le revenu égale à 20 % du prix d'acquisition des titres** ;
- les plus-values de cession sont exonérées d'impôt sur le revenu et **les moins-values de cession peuvent être déduites des revenus imposables** ; en revanche, les dividendes ne sont pas exonérés, à la différence du VCT ;
- **l'investisseur individuel ne doit pas avoir de lien avec la société investie** au sens où, sur une période débutant deux années avant l'investissement et s'achevant trois années après l'investissement :
 - le particulier, ses associés ou sa famille (conjoint, parents, grands-parents, enfants et petits enfants) ne doivent pas avoir contrôlé ou détenu, ensemble, plus de 30 % du capital ou des droits de vote de la société cible ;
 - l'investisseur ou ses associés ne peuvent détenir une position d'associé, de direction ou encore être employés par la société cible. Toutefois, un *business angel* ayant pour seul lien avec la cible le fait de détenir une position de direction n'ouvrant pas droit à rémunération peut, sous certaines conditions, être éligible à la réduction d'impôt sur le revenu.

Les sociétés éligibles doivent respecter les conditions suivantes :

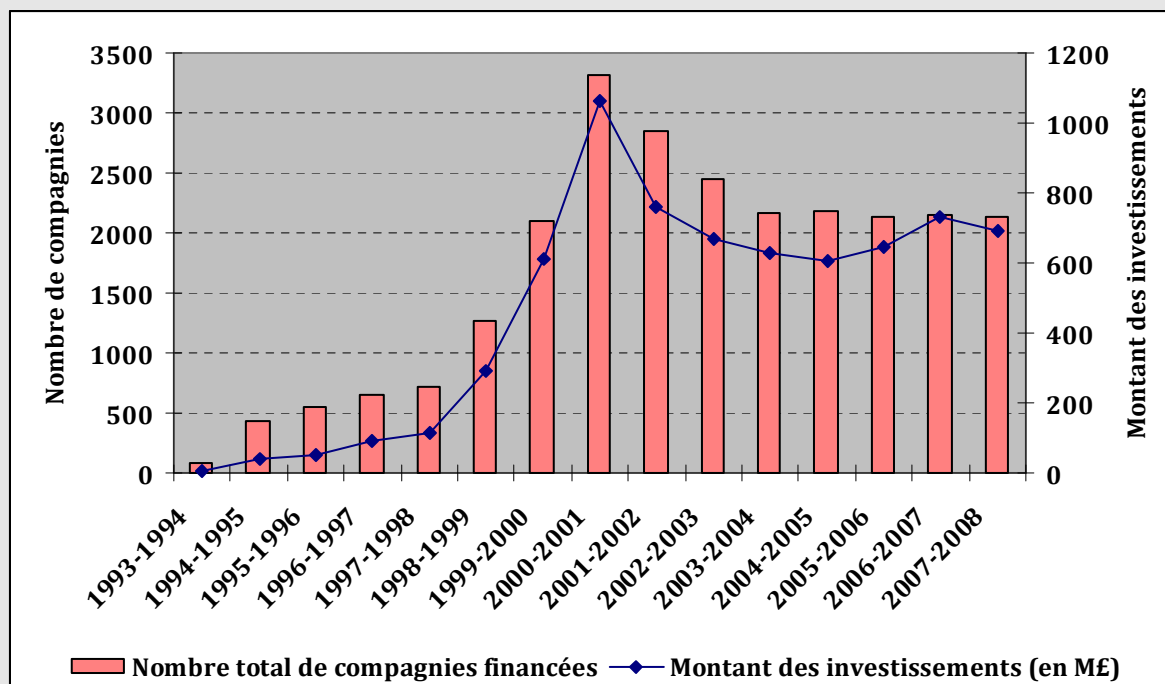
- elles ne doivent pas être cotées sur un marché « reconnu » à la date de l'investissement (ce qui exclut le *London Stock Exchange*, mais non, par exemple, l'*alternative investment market*). Toutefois, sous certaines conditions, une introduction sur le marché après l'investissement n'aboutit pas à un retrait de l'avantage fiscal ;
- elles ne doivent pas être contrôlées par une autre société et ne peuvent avoir de filiales que si celles-ci sont également éligibles ;
- **elles doivent être petites, ce qui signifie qu'elles ne peuvent employer plus de 50 personnes à plein temps à la date de l'investissement, et que leurs actifs ne peuvent dépasser sept M£ à la levée de fonds et huit M£ immédiatement après ;**
- elles ne peuvent lever plus de deux M£ sur une période de 12 mois à travers les dispositifs EIS, VCT et *corporate venturing scheme* (CVS) ;
- **elles doivent exercer une activité éligible.** En effet, certains secteurs sont exclus du bénéfice du dispositif, en particulier le secteur de la vente de biens immobiliers, le secteur financier (banque, assurance etc.), la location d'actifs, l'activité de conseil juridique ou comptable, l'exploitation agricole et forestière, la construction de bateaux, la production de charbon ou d'acier, l'exploitation ou la gestion hôtelière ou d'établissements / foyers de soins et d'établissements comparables etc.

Il existe dans le cadre de l'EIS la possibilité d'investir à travers des véhicules d'investissement

collectifs, les EIS funds, qui permettent une meilleure mutualisation du risque. Dans ce cadre, l'EIS fund investit dans plusieurs compagnies et alloue les titres entre les différents investisseurs au prorata de leurs investissements.

Le dispositif EIS a conduit à un **montant moyen d'investissement annuel de 676M€** entre 2001 et 2008, **dans environ 2 300 entreprises par an**, parmi lesquelles 1 250 en moyenne procèdent à leur première levée de fonds.

Investissements annuels et nombre de compagnies financées dans le cadre de l'EIS 1994-2008



Source : HRMC.

Le régime des VCT a été créé en 1995 pour encourager les particuliers à investir par le biais de fonds cotés sur le *London stock exchange (LSE)*.

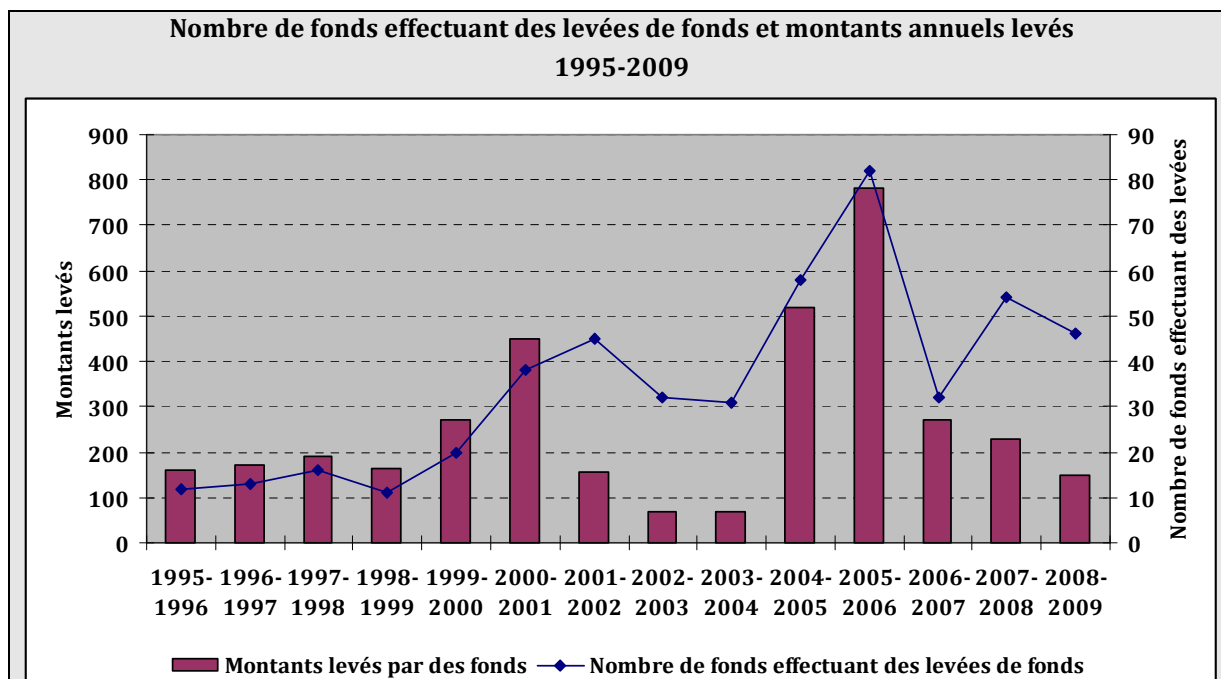
En 2006, le niveau de réduction d'impôt sur le revenu est passé de 40 % à 30 %. Il s'applique aux investissements dans un VCT dans la limite de 200 000€ annuels, et il est conditionné à une durée de détention des parts de cinq ans au minimum. Les dividendes et les plus-values de cession sont exonérés d'impôt sur le revenu. En revanche, les moins-values de cession ne font pas l'objet d'un traitement spécifique, à la différence de l'EIS.

Les VCT font l'objet d'un agrément par le SCEC (au sein du HMRC), qui vérifie certaines conditions, en particulier :

- le fonds doit investir au moins 70 % des montants levés dans des sociétés éligibles ;
- aucune des sociétés ne doit représenter plus de 15 % de ses investissements ;
- le fonds doit être coté sur le LSE ;
- le fonds doit tirer de ses investissements sa ressource principale voire exclusive, mais ne peut retenir plus de 15 % du produit de ses titres.

Les sociétés éligibles à l'investissement doivent respecter les mêmes conditions que les cibles de l'EIS.

Le dispositif VCT a connu un pic de collecte sur la période 2004 à 2006 (i.e. jusqu'à 780M€ en 2005-2006), où l'avantage fiscal de 20 % a été relevé à 40 %. Depuis 2006, le montant de réduction d'impôt sur le revenu est fixé à 30 %. Sur la période 2006 – 2009, les levées de fonds ont été effectuées par 44 fonds en moyenne, pour une collecte annuelle globale d'environ 217M€.



Source : HRMC.

Le HM Revenue & Customs a, dans un rapport publié en 2008, dressé un bilan économétrique de l'impact des EIS et des VCT sur la performance des compagnies récipiendaires entre 1994 et 2005, par rapport à celle de compagnies comparables mais n'ayant pas bénéficié de ces dispositifs fiscaux.

Les conclusions du rapport sont les suivantes :

- il existe une corrélation positive entre le fait, pour une entreprise, d'avoir bénéficié d'un investissement dans le cadre des dispositifs EIS et VCT d'une part, et l'augmentation de la formation brute de capital fixe, du chiffre d'affaires et de l'emploi d'autre part. Les entreprises ayant bénéficié de l'EIS ont un levier plus faible et une productivité du travail supérieure aux autres ;
- les EIS et les VCT ne semblent pas avoir eu beaucoup d'impact sur la marge commerciale et les investissements ;
- il existe enfin une corrélation négative entre entreprises ayant bénéficié des EIS ou des VCT et le ratio résultat net sur chiffres d'affaires. De même, le taux de survie des entreprises bénéficiaires de l'un ou l'autre dispositif est inférieur à la moyenne, sauf pour celles bénéficiant des deux dispositifs à la fois (même taux que la moyenne).

Le rapport du HMRC ne contient toutefois pas de propositions visant à améliorer les dispositifs d'incitation fiscale britanniques.

2.3. Seul le régime de soutien au capital investissement prévu par la loi TEPA a été notifié à la Commission européenne et reconnu conforme aux lignes directrices communautaire

2.3.1. Par décision en date du 11 mars 2008, la Commission européenne a validé le dispositif ISF-PME

Constatant un déficit de fonds propres pour les PME, et plus particulièrement pour les entreprises de haute technologie innovante et les jeunes entreprises à fort potentiel de croissance, la Commission européenne considère que des aides d'État sont compatibles sous certaines conditions.

Les lignes directrices concernant les aides d'État visant à promouvoir les investissements en capital-investissement dans les petites et moyennes entreprises, publiées au journal officiel de l'Union européenne le 18 août 2006, définissent ainsi en leur section 4 les conditions de compatibilité des aides. Le principe de base veut que « l'aide d'État cible une défaillance de marché particulière dont l'existence a été suffisamment démontrée » : à cette fin, les lignes directrices définissent plusieurs outils de sécurité qui se résument de la manière suivante :

- ◆ la mesure doit prévoir des **tranches de financement**, totalement ou partiellement financées par aide d'État, qui ne dépassent pas 1,5 M€ par entreprise cible et par période de douze mois ;
- ◆ la mesure de capital-investissement doit se limiter à prévoir un financement jusqu'à la phase d'expansion pour les petites ou moyennes entreprises situées dans des régions assistées. **Elle doit se limiter à prévoir un financement jusqu'à la phase de démarrage pour les moyennes entreprises situées dans des régions non assistées ;**
- ◆ les instruments d'investissement en fonds propres ou quasi fonds propres dans les PME cibles doivent représenter au moins 70 % du budget total de la mesure de capital-investissement ;
- ◆ au moins 50 % du financement des investissements réalisés dans le cadre de la mesure de capital-investissement doivent provenir d'investisseurs privés (30 % pour les PME dans les régions assistées) ;
- ◆ la mesure de capital investissement doit assurer que les décisions d'investir dans les entreprises cibles sont motivées par la recherche d'un profit, ce qui est réputé satisfait si :
 - les mesures prévoient une participation significative des investisseurs privés ;
 - il existe pour chaque investissement un plan d'entreprise comportant des indications détaillées sur le produit, les ventes, les perspectives de rentabilité et établissant la viabilité ex ante du projet ;
 - il existe une stratégie de désengagement claire et réaliste pour chaque investissement.
- ◆ la gestion d'une mesure ou d'un fonds doit être effectuée dans une optique commerciale, ce qui est réputé satisfait quand :
 - la rémunération du gestionnaire de fond est liée aux résultats ;
 - les investisseurs privés sont représentés dans la prise de décision ;
 - la gestion des fonds est conforme aux meilleures pratiques et fait l'objet d'une surveillance réglementaire.
- ◆ la Commission peut accepter une orientation sectorielle des mesures à condition qu'elles ne contournent pas les principes européens. Les mesures doivent notamment exclure :
 - les aides aux entreprises en difficulté au sens des lignes directrices communautaires ;
 - les aides aux entreprises de la construction navale, de l'industrie houillère et de la sidérurgie.

Les types de mesure de capital investissement qui ne remplissent pas une ou plusieurs des conditions énoncées sont soumises à une appréciation plus détaillée en fonction du caractère moins évident de la défaillance de marché et du risque accru d'éviction de l'investissement privé et / ou de distorsion de la concurrence.

La loi TEPA, qui introduit une réduction d'ISF pour les contribuables qui investissent dans des PME, a fait l'objet d'une notification (N596/A/2007) qui a été examinée par la Commission au regard de cette grille d'analyse :

- ◆ le dispositif TEPA vise des PME dont la Commission considère qu'elles peuvent être cotées sur des marchés organisés non réglementés (cf. Alternext) ;
- ◆ la loi TEPA prévoit que le montant maximal des versements aux PME éligibles soit fixé à 1,5 M€ par période de 12 mois par entreprise ;
- ◆ les instruments en fonds propres ou quasi-fonds propres représentent au moins 70 % du budget de la mesure de capital-investissement ;
- ◆ la totalité des fonds apportés dans le cadre de la mesure vient d'investisseurs privés, étant donné que les seules personnes soumises à l'ISF sont des personnes physiques ;
- ◆ le régime satisfait par ailleurs aux conditions relatives à l'orientation sectorielle.

Néanmoins, la Commission relève trois points faibles du régime :

- ◆ **s'il n'existe pas d'obligation formelle d'établir un plan d'entreprise ni d'exigence de stratégie claire et réaliste de désengagement**, les investisseurs privés sont réputés réaliser un examen économique *ex ante* et les fonds doivent soumettre un programme d'activité à l'AMF ; les doivent également préciser à l'AMF les conditions dans lesquels ils envisagent de fournir leurs services d'investissement. Néanmoins, le régime **ne satisfait pas à l'ensemble des conditions permettant de conclure à ce que les décisions d'investissement sont motivées par la recherche du profit** ;
- ◆ de la même façon, **le régime notifié ne satisfait pas à l'ensemble des critères permettant de conclure à une gestion réalisée dans une optique commerciale** : le dispositif n'inclut aucune règle quant à la rémunération des gestionnaires de fonds et il n'est pas prévu que les investisseurs privés soient représentés dans la prise de décision d'investissement. Néanmoins, la condition de surveillance réglementaire, qui est assurée par l'AMF, est globalement remplie ;
- ◆ enfin, et surtout, **le régime ne satisfait pas à la condition de restriction au financement des phases d'amorçage et de démarrage pour les moyennes entreprises dans les régions non assistées** : en effet, il prévoit un financement des PME jusqu'à la phase d'expansion, sur l'ensemble de la France.

De ce fait, la Commission a procédé à une appréciation détaillée, en effectuant une mise en balance entre les potentiels effets positifs de la mesure sur la réalisation d'un objectif d'intérêt commun et ses risques d'effets négatifs en termes de distorsion de la concurrence. Elle s'attache dans ce cadre à examiner l'existence d'une défaillance de marché, le caractère approprié de l'instrument, l'effet incitatif et la nécessité de l'aide, la proportionnalité de l'aide et enfin les effets négatifs, sur la base d'un argumentaire français détaillé de la façon suivante :

1. Il existe une insuffisance de l'accès au financement des PME, qui est démontré de la façon suivante :

- ◆ la France connaît un déficit global de volume du capital risque et développement en proportion du PIB, par rapport aux Etats-Unis et à la moyenne européenne ;
- ◆ la France accuse un retard du capital-expansion (% PIB) par rapport au Royaume-Uni, à la Suède ou encore au Danemark, accompagné d'une faiblesse du ticket d'investissement ;
- ◆ les marchés financiers ne permettent pas d'assurer une levée de fonds suffisante (faible nombre de sociétés sur Alternext et faible capitalisation de ces sociétés) ;
- ◆ la France se caractérise par un développement insuffisant des réseaux de *business angels*.

2. L'insuffisance d'accès aux financements est confirmée par les difficultés de croissance des PME :

- ◆ le taux d'entreprises qui font plus que doubler leurs capitaux propres entre 2003 et 2004 est deux fois plus important au Royaume Uni ;
- ◆ le rythme d'expansion des entreprises françaises est faible ;
- ◆ le rachat par des grandes entreprises est privilégié dans une stratégie de croissance. A l'inverse, les entreprises indépendantes connaissent une faible croissance.

3. Les mesures ISF - PME répondent à ces problématiques de la façon suivante :

- ◆ elles permettent le renforcement du capital risque et de l'activité des *business angels* par le biais de holdings ;
- ◆ elles permettent aux fonds FCPI et FIP d'atteindre une masse critique pour diversifier leur risque de portefeuille ;
- ◆ elles favorisent le développement du marché Alternext ;
- ◆ elles permettront un accès facilité au crédit (par un effet collatéral).

4. La mesure ISF PME est proportionnée

- ◆ l'investissement nouveau se limiterait au maximum à 637 M€ ;
- ◆ la différence de taux entre investissement direct et intermédié permet de compenser la moindre capacité des particuliers à diversifier le risque ;
- ◆ le caractère transversal, et notamment l'absence d'exclusion de secteurs, permet d'éviter tout effet distorsif intersectoriel ;
- ◆ l'effet d'aubaine est limité car la mesure est restreinte aux seules souscriptions (excluant le capital remplacement et le rachat) et s'inscrit dans une logique d'accroissement de fonds propres et de croissance de l'entreprise.

Au regard des arguments fournis par la France, la Commission, dans sa décision du 11 mars 2008, a considéré que la mesure de soutien au capital-investissement portée par la loi TEPA est appropriée²³.

Les autorités françaises sont tenues, dans ce cadre du régime notifié, d'adresser des rapports annuels à la Commission, contenant :

- ◆ **un tableau récapitulatif** comprenant une ventilation des investissements effectués en application de la mesure et une liste de tous les bénéficiaires de la mesure ;
- ◆ **une description succincte de l'activité des fonds** avec des précisions sur les opérations potentielles qui ont été examinées et celles qui ont été effectivement réalisées, ainsi que sur la performance des véhicules d'investissement, avec des données agrégées concernant les montants des capitaux levés par l'intermédiaire du véhicule.

Par ailleurs, la France est censée tenir un registre détaillé permettant d'établir si les conditions fixées dans les lignes directrices sont respectées, notamment en ce qui concerne le volume de la tranche, la taille de l'entreprise (petite ou moyenne), la phase de développement de l'entreprise ainsi que les renseignements sur la gestion des fonds et les autres critères mentionnés dans les lignes directrices.

²³ Le 16 mars 2009, la commission a également considéré compatible la modification du dispositif de réduction d'ISF visant à porter temporairement, pour les années 2009 et 2010, les tranches maximales de financement autorisées à 2,5 M€ et apportant des conditions supplémentaires pour les souscriptions réalisées par l'intermédiaire de holdings.

La mission, constatant l'absence de rapport comme de registre, ne peut que recommander la mise en place d'un système de *reporting* permettant de vérifier que la mesure ISF-PME respecte les conditions fixées par les lignes directrices européennes.

2.3.2. Les régimes fiscaux en faveur des SCR, des FCPR, des FCPI et des SUIR ont fait l'objet d'une demande d'information de la Commission européenne qui pourrait aboutir à des investigations complémentaires

Les régimes fiscaux afférents aux SCR, aux FCPR, aux FCPI, aux FIP et aux SUIR n'ont pas fait l'objet d'une notification à la Commission européenne, tant en ce qui concerne les avantages liés aux plus values de cessions et aux dividendes, que ceux liés à la réduction d'impôt sur le revenu dans le cas des FCPI et des FIP.

La Commission a cependant adressé à la France, le 21 octobre 2009, une demande d'information concernant ces régimes (à l'exception des FIP), susceptibles de comporter des éléments d'aide d'État dans la mesure où :

- ◆ ils recourent à des ressources d'État ;
- ◆ ils sont sélectifs et fournissent un avantage aux SCR, FCPR, FCPI et SUIR ;
- ◆ ils peuvent potentiellement affecter les échanges entre États membres.

Par réponse en date du 4 mars 2010, les autorités françaises ont indiqué que :

- ◆ il n'existe pas d'aide au niveau des fonds et des véhicules d'investissement : l'exonération d'impôt sur les sociétés correspond à un régime de transparence fiscale ;
- ◆ il n'existe pas d'aide au niveau des investisseurs :
 - les investisseurs personne morale bénéficient certes d'un régime plus favorable que le régime des investissements en OPCVM mais cela résulte de l'extension aux véhicules d'investissement de certaines des règles favorables aux investissements directs des entreprises dans leurs filiales, ainsi que de la reconnaissance de la nature risquée de l'investissement ;
 - les investisseurs physiques ne peuvent bénéficier d'une aide d'État au sens communautaire.

Les autorités françaises considèrent par conséquent que ces dispositifs ne sont pas constitutifs d'une aide d'État. Néanmoins, la réponse faite à la Commission admet implicitement que les régimes fiscaux des FCPR, FCPI, SCR, SUIR pourraient être examinés par la Commission au regard des lignes directrices visant à promouvoir le capital investissement.

Dans l'hypothèse où la Commission lancerait une procédure formelle d'examen de ces dispositifs fiscaux, elle serait susceptible d'interroger la France au regard des éléments suivants :

- ◆ les entreprises cibles ne sont pas des PME ;
- ◆ les dispositifs ne ciblent pas les phases d'amorçage, de démarrage et d'expansion au sens communautaire ;
- ◆ les dispositifs ne prévoient pas de tranche de financement totalement ou partiellement financées par aide d'État, qui ne dépassent pas 1,5 M€ par entreprise cible et par période de douze mois ;
- ◆ les SCR et les SUIR ne font pas l'objet d'un agrément AMF, ce qui affaiblit la force du critère de motivation des décisions d'investissement par la recherche du profit et celui de la gestion commerciale.

2.4. Le financement en fonds propres des PME fait l'objet d'un soutien à travers des dispositifs non fiscaux diversifiés portés par CDC entreprises et Oséo²⁴

2.4.1. CDC Entreprises intervient à hauteur de 400 M€ annuels dans le financement en fonds propres des PME, et dispose à compter de 2010 d'une enveloppe supplémentaire de 400 M€ destinée à financer les entreprises innovantes au stade de l'amorçage

L'action de la Caisse des dépôts et consignations (CDC) à l'égard du financement en fonds propres des entreprises est réalisée à travers trois vecteurs, dont les deux premiers sont exercés au titre de ses missions d'intérêt général :

- ◆ **CDC Entreprises, filiale à 100 % du groupe Caisse des dépôts.** CDC entreprises est une société de gestion dédiée au financement en fonds propres des PME à potentiel de croissance non cotées ;
- ◆ **le fonds stratégique d'investissement (FSI), filiale du groupe CDC** créée le 20 novembre 2008. Il s'agit d'une société anonyme détenue à 51 % par la CDC et à 49 % par l'État. Le FSI investit en direct ou en partenariat avec des investisseurs privés. Il a pour objectif d'accompagner :
 - **le développement des petites et moyennes entreprises de croissance** pour lesquelles il participe au financement en fonds propres *via* le programme France Investissement (valeur d'entreprise inférieure à 100 M€). CDC entreprises en effectue la gestion et l'animation ;
 - **des entreprises de taille moyenne** (valeur d'entreprise comprise entre 100 M€ et 2 Mds€) qui disposent d'un potentiel de création de valeur, notamment parce qu'elles maîtrisent des technologies innovantes ou peuvent bâtir des positions de *leader*, pour lesquelles il vise à remplir un rôle de catalyseur de développement et d'innovation ;
 - **des entreprises de taille moyenne présentes sur des secteurs en phase de mutation** qui peuvent émerger comme acteur de référence de leur segment ; par son intervention en fonds propres, le FSI joue dans ce cadre le rôle d'accélérateur des redéploiements industriels ;
 - **des grandes et moyennes entreprises** qui jouent un rôle important dans leur secteur et dont la stabilisation du capital rend possible la réalisation d'un projet industriel créateur de valeur.

Le FSI détient ainsi des participations dans des entreprises telles que Saur (opérateur de gestion déléguée des services de l'eau pour les collectivités locales et les industriels), STX France croisière (société de construction navale), Eiffage, France télécom ou encore Aéroports de Paris.

- ◆ **Qualium Investissement, société de gestion filiale du groupe Caisse des dépôts.** Qualium est un investisseur en fonds propres dans des opérations majoritaires, visant le segment des transmissions au travers d'opérations de LBO et les opérations importantes de capital développement. Les fonds gérés par Qualium Investissement investissent en fonds propres dans des entreprises dont la valorisation s'étend principalement de 30 M€ à 500 M€.

La description qui suit se concentre sur CDC Entreprises et ne concerne pas :

²⁴ Cette partie s'attache à décrire les aides à l'augmentation des capitaux propres d'une entreprise ; elle ne décrira donc pas les aides en bas de bilan ou encore les soutiens développés par les réseaux d'aide à la création d'entreprises. Elle ne traitera pas non plus de la problématique du crédit d'impôt recherche, qui fait l'objet d'un rapport d'une autre mission de l'inspection générale des finances.

- ◆ l'action de Qualium Investissement, dont l'activité s'éloigne des problématiques de la mission en ce qu'elle ne concerne que les opérations importantes de capital développement et de LBO ;
- ◆ l'action en propre du FSI, qui concerne des investissements supérieurs à 10 M€ dans des entreprises et qui ne cible pas les PME.

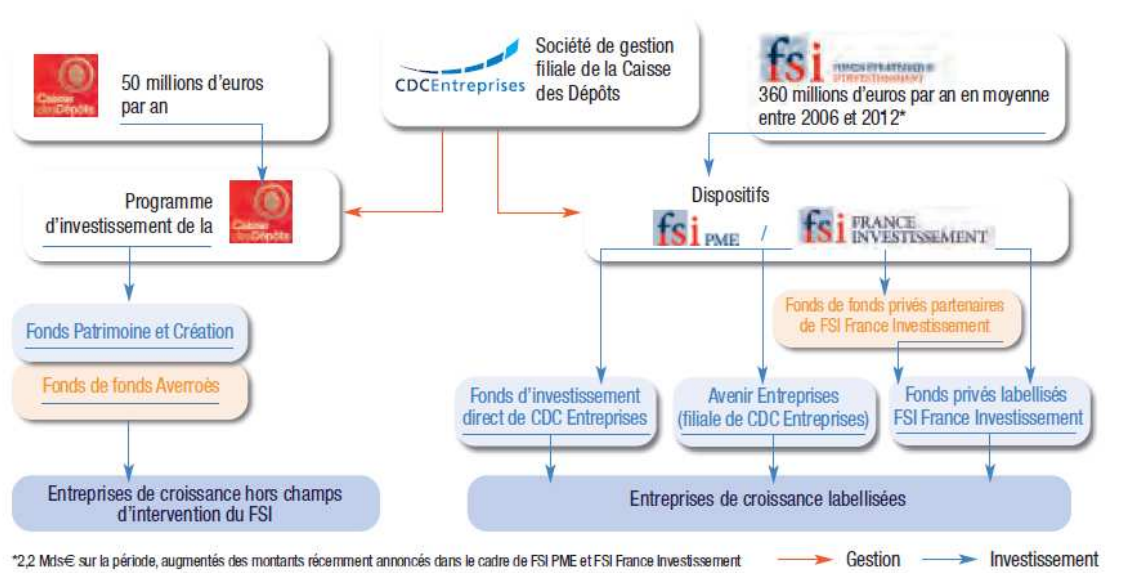
CDC Entreprise est une société de gestion agréée par l'AMF exclusivement dédiée à la gestion de fonds de capital investissement pour les PME. Elle met en œuvre l'action de la CDC en faveur des PME, initiée en 1994 par le « programme triennal PME ».

Le bilan d'activité en date de juin 2010 indique que CDC Entreprises gère 3,5 Mds €, engage en moyenne 400 M€ par an, a financé environ 4 000 PME en quinze ans et compte actuellement 2 500 PME en portefeuille.

CDC Entreprises gère :

- ◆ **les investissements directs et indirects**, pour des tickets inférieurs à 15 M€, **du FSI dans les PME au travers du dispositif « FSI France investissement²⁵ »**. **Le FSI est le principal souscripteur de CDC Entreprises**, qui a investi 340 M€ en 2009 pour son compte (cf. encadré *infra*) ;
- ◆ **pour le compte de la CDC un programme d'investissement sur des segments complémentaires à ceux du FSI, représentant un montant de 50 M€ annuels**. Dans ce cadre, les industries créatives et patrimoniales sont plus spécifiquement ciblées, grâce à des outils tels que « patrimoine et création », « mode et finance » ou encore « Averroès finance I » et « Averroès finance II » ;
- ◆ **pour le compte d'autres institutions publiques et privées** (ie. banque européenne d'investissement, laboratoires pharmaceutiques etc.).

Figure 17 : Fonctionnement de CDC Entreprises



Source : CDC Entreprises.

Encadré 2 : Le dispositif FSI France investissement

Le dispositif **FSI France investissement** a été mis en place en novembre 2006 sous la forme d'un partenariat entre la CDC, relayée aujourd'hui par le FSI, et des investisseurs institutionnels privés.

²⁵ Le dispositif « France investissement » est un cadre : il ne désigne donc pas une entité juridique.

L'objectif de FSI France Investissement est d'augmenter l'offre de financement en fonds propres pour les PME²⁶ de croissance afin de soutenir leur démarrage et d'accompagner leur développement. **L'engagement de la branche publique pour la période 2006-2012 est de 2,4 Mds€, celui de la branche privée s'élevant à 300 M€.**

Concernant la branche publique, CDC Entreprises intervient dans le dispositif en :

- investissant dans des fonds de fonds de la branche privée du dispositif ;
- investissant dans des fonds ou sociétés d'investissement (activité de « fonds de fonds ») ;
- investissant directement dans des entreprises avec d'autres fonds d'investissement, pour des tickets allant jusqu'à 10 M€ ;
- finançant, à hauteur de 20 M€ annuels, le fonds « France investissement garantie » géré par Oséo, qui permet de garantir les participations détenues par les fonds dans les entreprises. A fin 2009, le dispositif a bénéficié de 62,5 M€ ;
- apportant les ressources nécessaires au « programme d'accompagnement des entreprises », offre de service visant à aider à l'émergence d'un réseau des entrepreneurs FSI France Investissement, à améliorer la performance globale des entreprises et à les sensibiliser à l'innovation, l'international et le développement durable.

Concernant la branche privée, six investisseurs institutionnels privés ont constitué des fonds de fonds dans lesquels la branche publique a investi et qui investissent conformément aux orientations fixés par FSI France investissement : Allianz, Société générale, Groupama, Caisse d'Épargne, Natixis et Axa. Alors qu'il était prévu à l'origine un apport d'1 Md€ par les partenaires privés, ceux-ci ne se sont en réalité engagés qu'à hauteur de 300M€, montant qui n'est pas susceptible d'augmenter du fait de la décision d'interruption des fonds de fonds privés.

En effet, dans un contexte de crise, il a été décidé en août 2009 de surseoir aux investissements via des fonds de fonds privés et de privilégier le co-investissement des partenaires publics et privés directement dans des fonds de capital-risque et de capital-développement, en vue d'accélérer le processus d'investissement dans les entreprises. Cette nouvelle orientation s'est concrétisée par :

- la création en octobre 2009 du fonds de consolidation et de développement des entreprises (FCDE) ;
- la création de deux fonds sectoriels en novembre 2009, le fonds Innobio et le fonds Bois ;
- la création des fonds OC+.

Le FCDE (190 M€), initialement géré par CDC Entreprises, est désormais géré par une nouvelle société de gestion agréée par l'AMF, « Consolidation et développement gestion » détenue par CDC Entreprises et par les banques et assurances souscripteurs du fonds. La vocation du FCDE est de financer en fonds propres des entreprises de croissance fragilisées par la crise, notamment celles identifiées par la médiation du crédit.

Le fonds Innobio (139 M€), dédié aux sociétés fournissant des produits et services technologiques et innovants dans le domaine de la santé, **et le fonds Bois** (20 M€), visant les entreprises de croissance de la filière du bois, sont gérés par la CDC.

Les fonds OC+, mis en place fin 2009 par le FSI, CDC Entreprises et Avenir Entreprises (filiale de CDC Entreprises et Oséo), constituent une solution de financement s'adressant aux entreprises en développement qui, dans le contexte de crise, ne peuvent pas ou ne souhaitent pas ouvrir leur capital. Il s'agit de fonds spécialisés en quasi-fonds propres (obligations convertibles) s'adressant aux entreprises dont les actionnaires ou dirigeants ne souhaitent pas ouvrir le capital à court terme. Ces nouveaux fonds OC+ ont été dotés de 300 M€ au total, 220 M€ étant gérés par CDC Entreprises (investissements supérieurs à 2 M€) et 80 M€ par Avenir Entreprises (investissements jusqu'à 2 M€).

Les orientations stratégiques de FSI France Investissement sont définies par un conseil d'orientation placé auprès du Premier ministre et composé de représentants de l'Etat, des investisseurs institutionnels publics et privés partenaires et de personnalités qualifiées. Des chartes ont été mises en application sous son impulsion, qui définissent les objectifs et orientations en matière

²⁶ La définition de la PME dans le cadre du programme France Investissement est liée au montant maximal de 15 M€ pouvant être investi par un fonds affilié au programme dans une même société, et non à la définition européenne (entreprise de moins de 250 salariés avec un chiffre d'affaires annuel inférieur à 50 M€ ou un total de bilan n'excédant pas 43 M€).

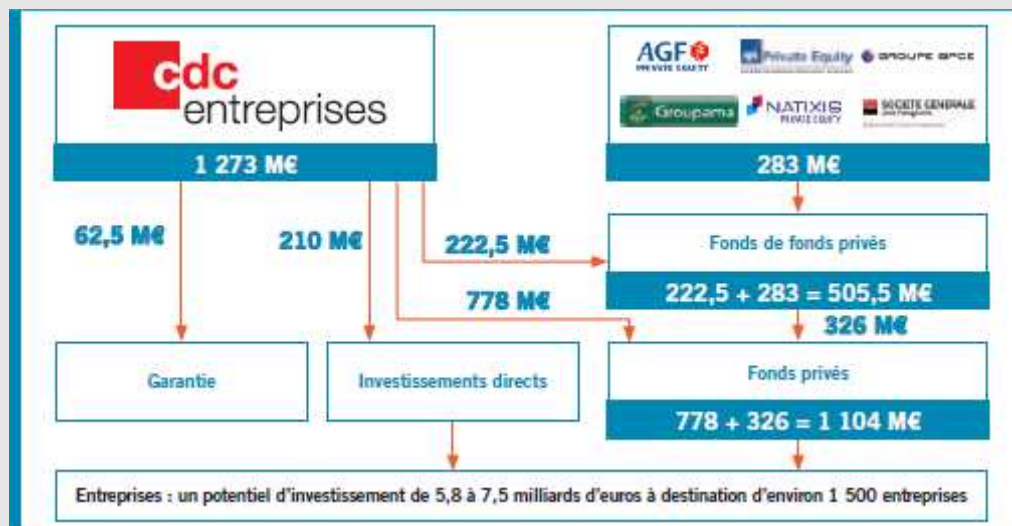
d'investissement et qui sont applicables à tous les acteurs bénéficiant des fonds levés dans le cadre de FSI France investissement :

- les fonds de fonds et les fonds FSI France investissement interviennent dans des conditions de marché ;
- les fonds de fonds FSI France Investissement ont vocation à prendre des participations dans des fonds ou des sociétés de capital-investissement gérées par des équipes basées en France et investissant principalement dans des entreprises françaises ;
- les fonds FSI France Investissement visent les entreprises de petite capitalisation : sauf cas exceptionnels, leurs investissements sont inférieurs à 15 M€ par entreprises et par fonds ;
- **les fonds et les fonds de fonds FSI France Investissement ont vocation à intervenir prioritairement dans le capital-risque et dans le capital développement** ; les petites opérations de capital-transmission ne sont pas exclues mais sont limitées ;
- les investissements sectoriels peuvent être favorisés en fonction de l'intérêt des secteurs visés et de la qualité des gérants sélectionnés ;
- 10 % des capitaux des fonds de fonds FSI France investissement doivent être investis dans de l'amorçage, par le biais de fonds généralistes ou de fonds spécialisés dans les opérations d'amorçage.

Par ailleurs, les chartes prévoient la mise en œuvre par les fonds de fonds et les fonds FSI France investissement de modalités de gouvernance permettant de s'assurer que les décisions d'investissement sont prises par la société de gestion en toute indépendance. Elles recommandent notamment l'introduction de personnalités indépendantes dans les comités d'investissement, elles demandent la mise en œuvre d'un *reporting* permettant d'assurer le suivi de leurs activités et l'évaluation de l'impact de leurs investissements sur la croissance des entreprises et invitent les équipes de gestion à une régulation des frais de gestion et de l'intéressement à la performance.

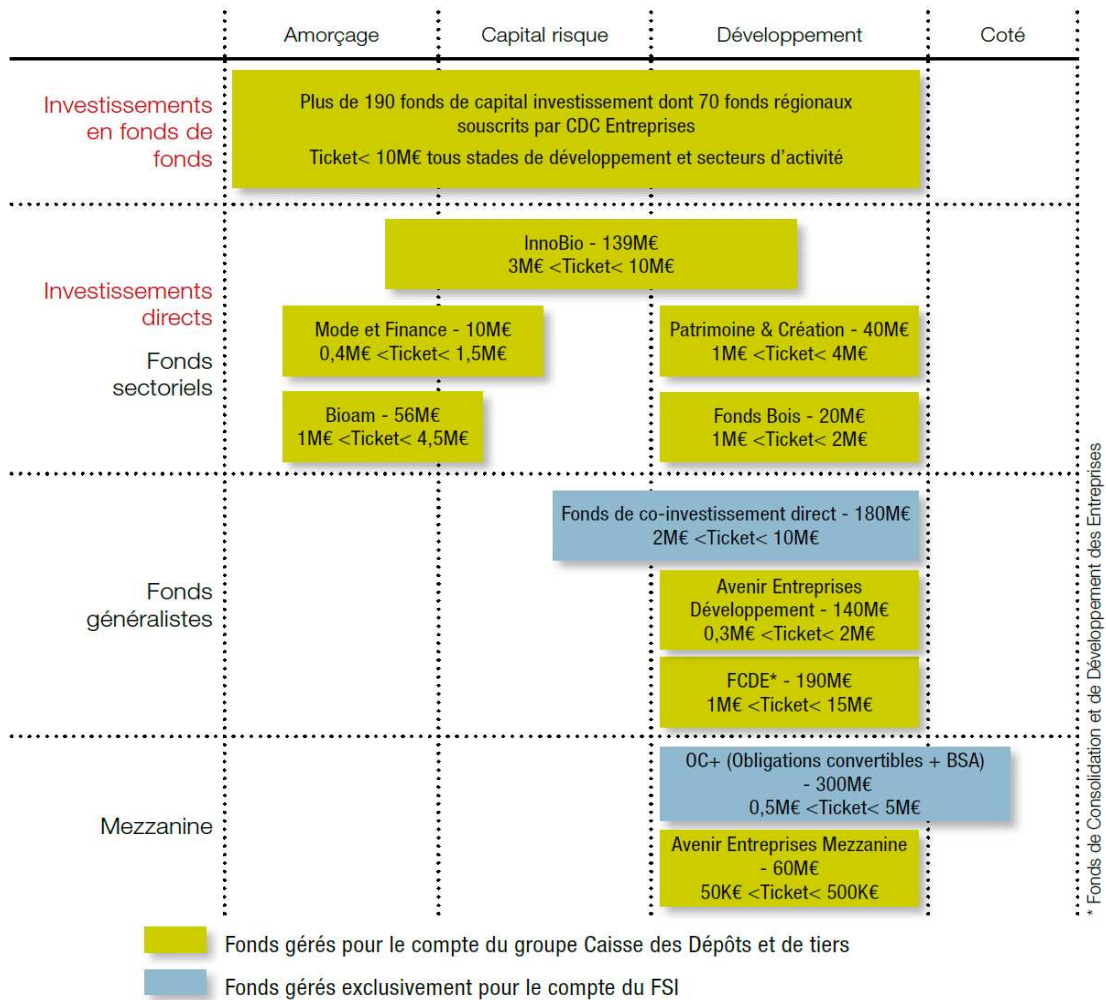
Au 31 décembre 2009, 1,556 Mds€ ont été engagés par les partenaires de FSI France Investissement depuis le lancement du dispositif. Ces capitaux permettent de financer 92 fonds de capital-investissement représentant, à la fin 2009, un montant de capitaux levés de 5,8 Mds€ pour une cible estimée par CDC Entreprises à 7,5 Mds€ (certains fonds étant encore en période de levée de fonds au 31 décembre 2009). CDC Entreprises estime dès lors que l'effet de levier de l'argent public correspond à un rapport de un à cinq voire sept (un euro public investi serait susceptible d'engendrer un investissement de cinq à sept euros privés).

Répartition des montants engagés depuis le démarrage de FSI France investissement, au 31 décembre 2009



Source : CDC Entreprises.

Figure 18 : Description de l'activité de CDC Entreprises



Source : CDC Entreprises.

Sur la base des données transmises par CDC Entreprises, la mission a analysé plus spécifiquement sa stratégie d'investissement de proximité (cf. annexe II). En tant que « fonds de fonds », CDC Entreprises soutient **70 structures régionales** de capital investissement (SCR et fonds), parmi lesquelles **52 sont également investies par des collectivités locales**. Ces véhicules régionaux gèrent environ 1 Md€, dont **22 %²⁷ apportés par la CDC et 19,5 % par les collectivités locales**, ce qui confirme le rôle important de ces dernières en matière de capital-investissement.

Depuis 2005, les structures régionales cofinancées par CDC Entreprises investissent en moyenne 120 M€ par an.

Tableau 4 : Montants annuels investis par les véhicules régionaux dans lesquels CDC Entreprise détient une participation

-	2005	2006	2007	2008	2009
Montant investi (en M€)	96,09	123,53	137,89	130,90	114,78

Source : CDC Entreprise.

²⁷ Toutefois, cette proportion n'inclut pas les investissements indirects de CDC Entreprises, via ses fonds de fonds, de sorte que la proportion de 22 % est de fait minorée.

Par ailleurs, CDC Entreprises s'est vu confier en 2010 la gestion du fonds national d'amorçage (FNA), doté d'un budget de 400 M€, dont le fonctionnement est détaillé par la convention entre l'Etat et la CDC publiée au JORF n°0165 du 20 juillet 2010 (NOR : PRMX1019049X). En application de la loi de finances rectificatives pour 2010 n°2010-237 du 9 mars 2010, le FNA doit être constitué sous la forme d'un FCPR dont l'unique souscripteur sera l'État. **En tant que fonds de fonds, il a vocation à renforcer les fonds d'investissement intervenant à l'amorçage afin d'améliorer le financement en fonds propres des PME innovantes,** notamment celles qui se créent dans les secteurs technologiques prioritaires définis par la stratégie nationale pour la recherche et l'innovation : la santé, l'alimentation et les biotechnologies, l'information, la communication et les nanotechnologies, l'urgence environnementale et les écotechnologies.

Le FNA investira selon les principes suivants :

- ◆ selon une approche d'investisseur avisé, basé sur la sélectivité et la recherche de rentabilité ;
- ◆ en s'appuyant de manière préférentielle sur des équipes de gestion existantes, avec une possibilité d'élargissement à de nouvelles équipes porteuses de nouveaux projets de fonds. Les fonds et équipes seront sélectionnés sur la base de critères d'expérience et de compétence, de capacité d'accompagnement des équipes, de la stratégie d'investissement et de la capacité à accéder à un flux de projets de qualité ;
- ◆ dans des fonds atteignant une taille suffisante appréciée sur la base du modèle économique du fonds et des secteurs visés ;
- ◆ de manière préférentielle dans des fonds dont les équipes arrivent à mobiliser des cofinancements publics et privés afin d'accroître l'effet de levier ;
- ◆ dans des conditions permettant de garantir que les financements du FNA seront effectivement tournés vers l'amorçage d'entreprises innovantes, sans exclure les opérations de réinvestissement nécessaires ;
- ◆ en couvrant des secteurs technologiques prioritaires cités précédemment.

Le FNA aura une durée de 20 ans prorogeable ; sa période d'investissement sera de 4 ans, également prorogeable. Il investira des montants compris entre 5 et 35 M€.

Les bénéficiaires du FNA seront soit des fonds liés à des organismes de recherche ou d'enseignement supérieur dédiés au financement des entreprises en amorçage, soit des fonds autonomes de type fonds d'amorçage ou fonds de capital risque.

Une cohérence d'ensemble sera recherchée entre les fonds d'amorçage qui seront financés par le FNA et les structures de valorisation de la recherche (SATT) qui seront financées par ailleurs dans le cadre du programme d'investissements d'avenir. De la même manière, les modalités d'investissement du FNA viseront à **permettre le développement d'entreprises innovantes issues des projets soutenus au titre de l'emprunt national, notamment des pôles de compétitivité et des Instituts de recherche technologique.**

Dans le cadre des décisions annoncées par le Président de la République le 4 mars 2010 en clôture des États généraux de l'industrie, le FNA visera également à mobiliser, au travers de ses différents investissements, un montant global de 100 M€ au bénéfice d'entreprises hébergées par les incubateurs mis en place par les grandes écoles et les universités ou créées par de jeunes diplômés ou étudiants issus des établissements d'enseignement supérieur.

Les principales caractéristiques des fonds bénéficiaires seront les suivantes :

- ◆ en terme de forme juridique : préférentiellement des FCPR ou, le cas échéant, des sociétés d'investissement ;
- ◆ en termes de durée du fonds : au maximum quinze ans, prorogeable avec l'accord du FNA ;
- ◆ en termes de période d'investissement : quatre ans, prorogeable avec l'accord du FNA.

Les entreprises bénéficiaires seront des PME innovantes de moins de huit ans.

Le financement des entreprises par le fonds bénéficiaire du Fonds national d'amorçage sera réalisé selon les principes suivants :

- ◆ le financement initial interviendra en **phase d'amorçage ou en phase de démarrage au sens communautaire** ;
- ◆ **la participation des investisseurs publics au capital de l'entreprise bénéficiaire devra être inférieure à 50 % du capital** ;
- ◆ **le refinancement des entreprises financées**, en optimisant l'effet de levier par des investisseurs privés, sera possible ;
- ◆ dans tous les cas, le montant de chaque tranche de financement sera **plafonné à 1,5 M€** par entreprise et par période d'un an ;
- ◆ le financement prendra la forme de **capital ou quasi-capital** selon les conditions de marché, *pari passu* avec les autres investisseurs en cas de co-investissement ;
- ◆ les plans d'affaires des entreprises sous-jacentes financées devront comprendre des indications détaillées sur les perspectives de rentabilité du projet ;
- ◆ les stratégies de désengagement pour chaque investissement devront être claires et réalistes et compatibles avec la durée du fonds bénéficiaire.

La convention prévoit la constitution du FCPR un mois après la validation du dispositif par la Commission européenne.

CDC Entreprises dispose aujourd'hui d'une gamme d'intervention complète couvrant les segments de l'amorçage jusqu'au développement, avec des outils diversifiés (ex. fonds OC+) et un ciblage de secteurs économiques spécifiques (fonds Innobio, fonds Bois). Elle possède en outre deux filiales ;

- ◆ **Avenir Entreprises**, filiale de CDC Entreprises et Oséo, qui outre le FCPR OC+, dispose de deux fonds axés sur le segment du capital-développement : Avenir Entreprises développement (140 M€) ciblant les entreprises en croissance forte pour des tickets inférieurs à 2 M€, et Avenir Entreprises mezzanine (60 M€) dont l'intervention par le biais d'obligations convertibles pour un montant inférieur à 0,5 M€ est destinée aux petites entreprises n'ayant pas accès aux fonds propres classiques ;
- ◆ **Consolidation et développement gestion**, société de gestion filiale de CDC Entreprises et des souscripteurs privés du fonds dont elle assure la gestion (cf. *supra* encadré 1).

CDC Entreprises constitue donc un outil complet, quoique complexe, pour le financement des PME.

Au regard de l'importance des enjeux et des objectifs ambitieux qui lui sont assignés, son action pourrait utilement être évaluée dans le cadre d'une mission lui étant consacrée à part entière.

2.4.2. L'action d'Oséo permet le financement en fonds propres des entreprises innovantes par le biais de dispositifs de garantie et d'investissement direct

Oséo est un établissement public industriel et commercial (EPIC) créé par l'ordonnance n° 2005-722 du 29 juin 2005. Par la filialisation de l'Agence nationale de valorisation de la recherche (Anvar) – transformée en société anonyme par la même ordonnance - et de la Banque du développement des PME (BDPME), la création de l'EPIC holding vise à rationaliser le dispositif de soutien public aux PME et à favoriser le développement des entreprises innovantes.

Oséo a ainsi pour objet :

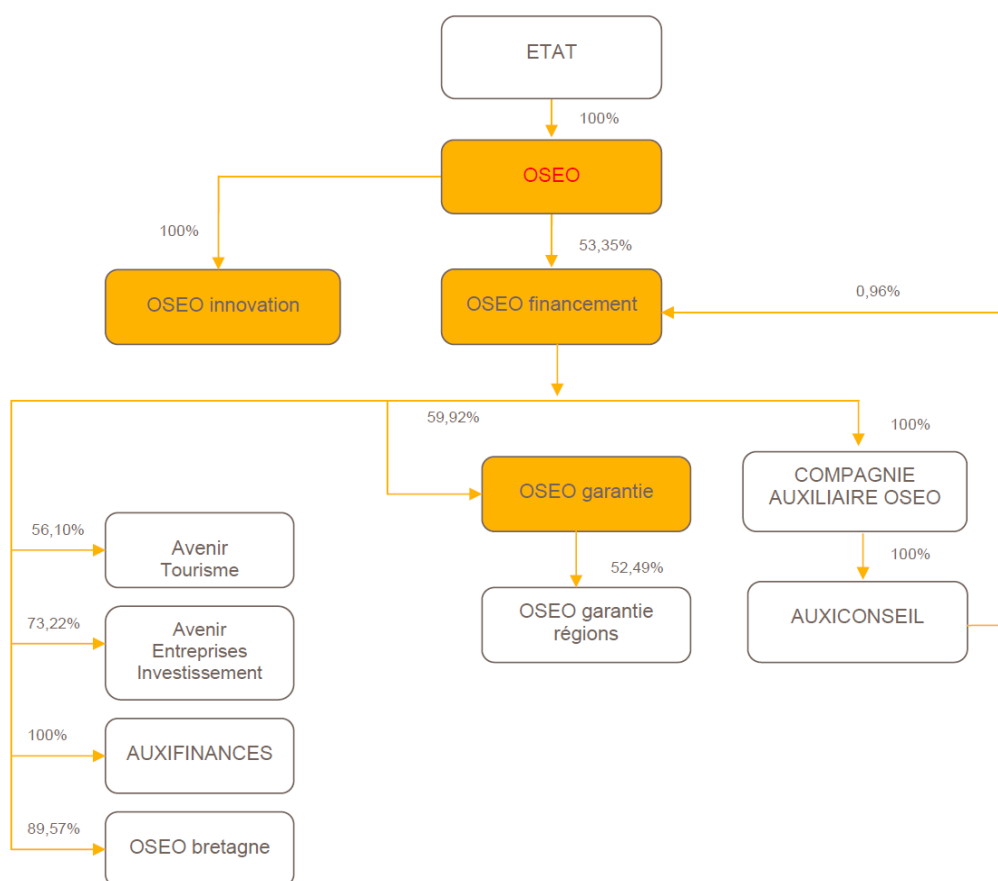
- ◆ le soutien à l'innovation, en accompagnant et finançant des projets innovants à composante technologique ;
- ◆ le financement des investissements et du cycle d'exploitation aux côtés des établissements bancaires ;
- ◆ la garantie des financements bancaires et des interventions des organismes de fonds propres.

A la date de la mission, l'établissement public Oséo dispose de deux filiales directes et d'une filiale indirecte :

- ◆ Oséo Innovation (ex- Oséo Anvar) ;
- ◆ Oséo Financement (ex- Oséo BDPME), dont l'EPIC Oséo détient 53,35 % des parts et la CDC 42,82 % ;
- ◆ Oséo Garantie (ex- Oséo Sofaris), filiale d'Oséo Financement (59,92 % des parts, le solde étant détenu par des banques et des sociétés d'assurance).

La fusion des entités opérationnelles du groupe (Oséo Innovation, Oséo Financement, Oséo Garantie et Oséo Bretagne) est prévue dans le cadre du projet de loi de régulation bancaire et financière, en cours d'examen au Parlement à la date de rédaction du rapport.

Graphique 19 : Périmètre du groupe Oséo



Source : Rapport d'activité Oséo, 31 décembre 2009.

Oséo intervient dans le financement des entreprises par divers moyens, tels que :

- ◆ des aides à l'innovation au moyen de prêts ou de subventions ;

- ◆ la garantie des financements bancaires et des interventions des organismes de fonds propres ;
- ◆ le financement des investissements, du cycle d'exploitation et le renforcement des fonds propres des PME.

Les actions d'Oséo contribuant au renforcement des fonds propres des entreprises se déclinent sous les aspects suivants :

- ◆ **la qualification « entreprises innovantes »** (cf. *infra* 4.2), complétée en juin 2010 par le lancement de la labellisation « entreprises innovantes des pôles » délivrée par les pôles de compétitivité²⁸ signataires d'une charte nationale aux TPE et PME innovantes. L'objectif est d'accroître la visibilité et l'audience des TPE et PME des pôles de compétitivité auprès des investisseurs privés ;
- ◆ la participation, aux côtés de CDC entreprises, dans les FCPR Avenir entreprises développement et Avenir entreprises mezzanine (cf. *supra*) ;
- ◆ la plateforme de mise en relation entre les investisseurs et les entreprises, Oséo Capital PME, lancé en avril 2008 ;
- ◆ la garantie des opérations de fonds propres.

Les montants garantis par Oséo garantie dans le cadre d'opérations de fonds propres représentent environ 300 M€ par an et concernent, au 31 décembre 2009, 195 SCR, 77 FCPR, 52 FCPI et 46 sociétés de gestion.

Tableau 5 : Activité de garantie des opérations de fonds propres – Oséo Garantie

-	2006	2007	2008	2009
Montants annuels garantis par Oséo Garantie	300 M€	325 M€	340 M€	260 M€
<i>Dont FCPI</i>	170 M€	145 M€	130 M€	80 M€
<i>Dont FCPR et SCR</i>	130 M€	180 M€	210 M€	180 M€
Nombre de SCR garantis (en stock)	158	165	175	195
Nombre de FCPR garantis (en stock)	58	66	72	77
Nombre de FCPI garantis (en stock)	58	65	50	52
Nombre de sociétés de gestion garanties (en stock)	37	42	44	46

Source : Oséo Garantie.

Les grands principes de la garantie sont les suivants ;

- ◆ **pour bénéficiaire de la garantie, l'organisme de fonds propres ou la société de business angels doit être agréé** par le conseil d'administration d'Oséo garantie. Une fois agréé, l'organisme devient actionnaire d'Oséo garantie ;
- ◆ l'organisme signe une convention annuelle constituant un mécanisme d'assurance de portefeuille dans la limite d'un plafond annuel d'engagements ;
- ◆ les investissements éligibles sont réalisés dans des PME implantées en France et peuvent prendre la forme de titre de capital, de titres donnant accès au capital, de comptes courants d'associés et des prêts participatifs. **Les PME cibles doivent avoir moins de sept ans, ou être qualifiées d'entreprises innovantes par Oséo.** Les petites transmissions sont possibles dès lors que la PME cible a moins de 7 ans ou réalise moins de 10 M€ de chiffre d'affaire ;

²⁸ Après une sélection effectuée par un comité pluridisciplinaire, constitué de représentants du pôle, d'investisseurs en capital membres de l'AFIC, de business angels membres de France Angels, de représentants d'OSEO et de Retis.

- ◆ **le taux de garantie est de 50 % et peut être porté à 70 % si l'entreprise a moins de cinq ans.** La garantie est accordée pour 10 ans à compter du décaissement de la participation. **Le montant total des indemnisations susceptibles d'être versé est toutefois limité à un plafond d'indemnisation** correspondant à 30 %²⁹ du montant du risque assuré (les FCPR et SCR pouvant opter pour un niveau de 50 %). En contrepartie, une commission annuelle de 0,3 % de l'investissement garanti et une participation aux plus-values de 10 % (25 % dans le cas d'un plafond de 50 %) plafonnées aux indemnisations reçues par l'organisme sont perçues par Oséo garantie ;
- ◆ **la garantie couvre :**
 - **le redressement ou la liquidation judiciaire ainsi que la liquidation amiable ;**
 - **la cession avec moins-values si l'entreprise a perdu plus de la moitié de ses capitaux propres depuis l'investissement de l'organisme.**

Les fonds de garantie des opérations en fonds propres sont abondés par des dotations de l'État. Dans ce cadre, le financement de la garantie accordée aux FCPR et aux SCR est assuré par le fonds France investissement garantie (cf. *supra*, encadré 1) ; le financement de la garantie accordée aux FCPI par les fonds « Garantie fonds propres » (GFP) et Biotech.

Tableau 6 : Montants consacrés annuellement à la garantie des opérations en fonds propres (en k€)

-	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Dépenses												
Contentieux	-	395	3 019	9 844	17 986	6 832	7 044	11 504	5 116	10 648	16 564	17 037
Recettes												
Produits financiers	93	418	1 186	1 394	874	987	857	1 545	1 946	3 595	3 908	1 830
Participations aux plus-values	-	-	-	-	1 093	1 169	53	2 062	4 996	4 515	6 233	6 452
Commissions		50	121	386	33	100	114	269	277	341	319	263
Dotations Etat	2 286	5 850	5 351	22 867	17 500	4 250	4 250	9 250	17 500	21 075	21 550	21 800
Autres dotations	2 196	5 620	5 142	-	37 250	-	-	-	-	-	-	2 700
Total des recettes	4 575	11 938	11 800	24 647	19 500	6 506	5 274	13 126	24 719	29 526	32 010	33 045

Source : Oséo Garantie. Les « autres dotations » en 2002 correspondent à l'abondement du fonds biotech.

Le financement en fonds propres des PME fait l'objet d'un soutien important associant divers acteurs publics et privés ainsi que des dispositifs fiscaux et non fiscaux ayant vocation à intervenir sur les différents segments de la vie de l'entreprise. La combinaison du soutien fiscal à l'investissement, des investissements directs et intermédiés des acteurs publics et, enfin, des dispositifs de garantie des opérations en fonds propres, constituent une réponse complète aux besoins des entreprises. **Si cette multiplicité d'acteurs crée un contexte favorable aux PME, elle conduit toutefois à une architecture manquant de lisibilité pour les entreprises potentiellement bénéficiaires.**

²⁹ Soit une convention 2010 comprenant 10 dossiers de 1 M€ chacun dont 8 en faveur de PME de moins de 5 ans. Les risques garantis au titre de la convention s'élèvent à 5,6 M€ (8*1 M€*70 %) + 1 M€ (2*1 M€*50 %), soit 6,6 M€. le plafond d'indemnisation de cette convention s'établit dès lors à 30 %*6,6 M€, soit 1,98 M€. **En moyenne, le plafond d'indemnisation s'élève dès lors à environ 15 % du portefeuille garanti,** correspondant au niveau considéré comme acceptable par Oséo Garantie.

3. Les interventions des acteurs du capital-investissement sont encadrées en amont et en aval par quatre acteurs

3.1. L'agrément et le visa de l'AMF

3.1.1. L'AMF ne délivre pas d'agrément pour les sociétés de capital investissement telles que les holdings et les SCR

Les sociétés commerciales, telles que les holdings et les SCR, sont considérées comme des émetteurs. Elles sont donc **régies par le droit des sociétés et aucun formalisme résultant du droit boursier ou financier n'est exigé : l'AMF ne délivre aucun agrément et ne procède à aucun contrôle** dès lors que l'émetteur ne procède pas à une offre de titre au public (cf. *infra*, 3.1.3).

3.1.2. Les agréments délivrés par l'AMF concernent exclusivement les prestataires de services d'investissement, les sociétés de gestion de portefeuille et les FCPR

Les prestataires de service d'investissement et les sociétés de gestion font l'objet d'un agrément délivré par l'AMF ou l'autorité de contrôle prudentiel (ACP) selon les cas.

Les prestataires de services d'investissement sont définis par l'article L.531-1 du CMF. Il s'agit des entreprises d'investissement et des établissements de crédit ayant reçu un agrément pour **fournir des services d'investissement** au sens de l'article L.321-1 :

- ◆ réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers ;
- ◆ exécution d'ordres pour le compte de tiers ;
- ◆ négociation pour compte propre ;
- ◆ **gestion de portefeuille pour le compte de tiers ;**
- ◆ conseil en investissement ;
- ◆ prise ferme ;
- ◆ placement garanti ;
- ◆ placement non garanti ;
- ◆ exploitation d'un système multilatéral de négociation.

L'exercice de chacun de ces services d'investissement requiert un agrément. Cet agrément est délivré par l'ACP après approbation par l'AMF de leur programme d'activité, sauf lorsque le prestataire exerce à titre principal le service de gestion de portefeuille. Dans ce cas, son agrément n'est pas délivré par l'ACP mais par l'AMF, sous la dénomination de **société de gestion de portefeuille**.

Comme le prévoit l'article L.532-9 du CMF, **les sociétés de gestion de portefeuille sont des entreprises d'investissement agréées par l'AMF.** Pour délivrer l'agrément à une société de gestion de portefeuille, l'AMF vérifie si celle-ci :

- ◆ a son siège social et sa direction effective en France ;
- ◆ dispose d'un capital initial suffisant ainsi que des moyens financiers adaptés et suffisants. Ainsi, le capital social minimum s'élève à 125 000 € et le règlement de l'AMF prévoit des règles de calcul du niveau de fonds propres requis, en fonction de l'actif géré ou en fonction de frais généraux annuels ;

- ◆ fournit l'identité de ses actionnaires, directs ou indirects, personnes physiques ou morales, qui détiennent une participation qualifiée, ainsi que le montant de leur participation ; l'AMF apprécie la qualité de ces actionnaires au regard de la nécessité de garantir une gestion saine et prudente ;
- ◆ est dirigée effectivement par deux personnes au moins possédant l'honorabilité nécessaire et l'expérience adéquate à leur fonction, en vue de garantir sa gestion saine et prudente ;
- ◆ dispose d'un programme d'activité pour chacun des services qu'elle entend exercer, qui précise les conditions dans lesquelles elle envisage de fournir les services d'investissement concernés ou d'exercer la gestion des organismes mentionnés au premier alinéa et indique le type d'opérations envisagées et la structure de son organisation ;
- ◆ adhère à un mécanisme de garantie des titres géré par le fonds de garantie des dépôts.

L'AMF peut refuser l'agrément lorsque l'exercice de la mission de surveillance de la société de gestion de portefeuille est susceptible d'être entravé soit par l'existence d'un lien de capital ou de contrôle direct ou indirect entre l'entreprise requérante et d'autres personnes physiques ou morales, soit par l'existence de dispositions législatives ou réglementaires d'un Etat qui n'est pas partie à l'accord sur l'Espace économique européen et dont relèvent une ou plusieurs de ces personnes.

Ce type de gestion suppose l'existence d'un véhicule d'investissement (ie. FCPR, FCPI, FIP) dont les investisseurs sont « co-proprétaires ». L'équipe de gestion n'est pas le dirigeant du véhicule mais une entreprise d'investissement mandataire dont l'activité est de gérer les fonds, de prendre les décisions de distribution et d'investissement.

Les investisseurs, pour leur part, ont le droit de faire rendre compte de la gestion mais ne peuvent révoquer l'équipe de gestion (sauf stipulation contraire dans le règlement du fonds) et n'approuvent pas les comptes annuellement.

Par ailleurs, outre les sociétés de gestion, comme le prévoit l'article L 214-1 du CMF, tout organisme de placement collectif, dont les FCPR, FCPI et FIP font partie, doit, préalablement à sa commercialisation, faire l'objet d'un agrément délivré par l'AMF. L'agrément est subordonné au dépôt auprès de l'AMF d'un prospectus composé :

- ◆ du prospectus simplifié, qui a pour objet de donner les renseignements essentiels et nécessaires à la décision de l'investissement ;
- ◆ d'une note détaillée, qui décrit les règles d'investissement et de fonctionnement de l'OPCVM ainsi que l'ensemble des modalités de rémunération de la société de gestion du portefeuille et du dépositaire. Elle mentionne également l'identité de la société de gestion et du dépositaire ;
- ◆ du règlement du fonds.

3.1.3. Un visa de l'AMF est toutefois requis dans le cadre des offres de titres au public

Comme mentionné précédemment, **les holdings, si elles sont dispensées d'agrément, doivent toutefois soumettre au visa de l'AMF toute « offre de titres au public ».**

Une offre de titres financiers est susceptible d'être qualifiée d'« offre au public » dès lors que des moyens de communication destinés à un large public sont utilisés (notamment la communication par internet). Cette offre nécessite **l'établissement d'un prospectus**, conforme à la directive communautaire prospectus³⁰, **soumis au visa de l'AMF**. Le visa apposé sur le prospectus signifie que l'AMF a vérifié si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes. **Il n'implique cependant ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés**. Les questions de fiscalité ne relevant pas de sa compétence, l'AMF ne se prononce pas sur la conformité aux dispositions fiscales du montage proposé mais demande néanmoins que le prospectus contienne l'opinion d'un fiscaliste. Enfin, l'AMF procède à une relecture de la documentation commerciale afin de vérifier que les principaux risques sont mis en lumière.

A l'issue de l'offre au public, la holding ISF sort du champ de compétence de l'AMF.

Il doit être précisé que ne constitue pas une offre au public l'offre portant sur des titres que l'émetteur est autorisé à offrir au public et pour laquelle :

- ◆ le montant total est inférieur à 2 500 000 € ou, est compris entre 100 000 € et 2 500 000 € et représente moins de 50 % du capital de l'émetteur ;
- ◆ les bénéficiaires acquièrent les titres financiers pour un montant total par investisseur et par offre distincte supérieure à 50 000 € ;
- ◆ la valeur nominale de chacun de ces titres financiers est supérieure à 50 000 €.

Par ailleurs, ne constitue pas une offre au public l'offre qui s'adresse exclusivement :

- ◆ aux personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers ;
- ◆ à des investisseurs qualifiés ou à un cercle restreint limité à 100 investisseurs, sous réserve que ces investisseurs agissent pour compte propre.

3.2. Le travail d'appréciation du caractère innovant des projets mené par Oséo constitue un élément essentiel d'orientation des investissements des FCPI

L'article L 241-41 du code monétaire et financier, relatif aux FCPI, indique que 60 % de leur actif est constitué de titres financiers, parts de société à responsabilité limitée et avances en compte courant, émises par des sociétés innovantes. **Le caractère innovant est déterminé soit par le montant des dépenses de recherche et développement, soit par une qualification par Oséo (cf. 2.2.1.2.).**

L'étude de mai 2010 menée conjointement par l'AFIC et Oséo indique que, sur 910 entreprises investies par des FCPI entre 1997 et 2008, 15 % étaient qualifiées au regard des critères de recherche et développement, et 85 % avaient été qualifiées « innovantes » par Oséo.

Sur la période, ces entreprises qualifiées par Oséo :

- ◆ drainent environ 90 % des montants investis par les FCPI ;
- ◆ représentent 38 % de l'ensemble des 2009 entreprises qualifiées innovantes par Oséo.

L'activité de qualification est donc un élément essentiel d'orientation des investissements des FCPI.

³⁰ Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE.

L'analyse effectuée par Oséo est réalisée dans le cadre tracé par le décret n° 97-682 du 31 mai 1997 relatif à l'aide à l'innovation, qui définit des critères d'appréciation : le caractère innovant du programme, le potentiel de croissance et de création d'emplois, l'intérêt économique des produits ou procédés, la qualité technique du programme, la capacité technique, industrielle, commerciale et financière du bénéficiaire. Les frais d'examen du dossier à la charge de l'entreprise s'élèvent, à la date de la mission, à 2 631,20 €.

Outre la possibilité d'être investie par un FCPI, la qualification d'entreprise innovante par Oséo permet aux entreprises concernées :

- ◆ **d'accéder aux marchés publics de haute technologie** : la loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie pour la passation des marchés publics de haute technologie avec des petites et moyennes entreprises innovantes (loi LME) précisée par le décret n° 2009-193 du 18 février 2009 relatif aux modalités d'application de l'article 26 de), prévoit en effet que les acheteurs publics puissent, à titre expérimental pour une période de cinq ans, **réserver 15 % leurs marchés de haute technologie, de recherche et développement et d'études technologiques d'un montant inférieur aux seuils des procédures formalisées aux entreprises répondant aux critères d'innovation mentionnés précédemment (niveau de dépenses de recherche ou qualification par Oséo)** ;
- ◆ une plus grande visibilité sur le marché suite au lancement, le 15 mars 2010, du nouvel indice « NYSE Alternext Oséo Innovation », qui rassemble les sociétés, cotées sur NYSE Alternext, qui bénéficient de la qualification « entreprise innovante » définie par Oséo. Cet indice doit permettre aux investisseurs de comparer et d'identifier les valeurs cotées sur NYSE Alternext aux entreprises cotées qui ont pu bénéficier d'une qualification innovante. Ces dernières sont au nombre de 48 à la date de la mission.

L'analyse critique de l'activité de qualification d'Oséo est réalisée de façon détaillée en annexe n° 2.

3.3. La complexité des dispositifs d'incitation rend le contrôle fiscal difficile

Au-delà de la possibilité de remise en cause de l'avantage fiscal obtenu en cas de non respect de ses obligations par le fonds ou par la holding, les sociétés de gestion peuvent faire l'objet d'une amende infligée par le contrôle fiscal.

L'article 242 quinquies du CGI indique en effet que les sociétés de gestion de FCPR, FIP et FCPI sont tenues de faire parvenir au centre des impôts auprès duquel elles souscrivent leur déclaration de résultat une déclaration détaillée permettant d'apprécier les quotas d'investissement. Les articles 1763 B et C prévoit plusieurs types d'amendes :

- ◆ en cas de non-production du document dans les 30 jours suivant la réception d'une mise en demeure par l'administration fiscale, la société de gestion du fonds est redevable d'une amende égale à la moitié du montant des sommes qui sont dues à la société de gestion par le fonds au titre des frais de gestion ;
- ◆ lorsque l'administration établit qu'un FCPI ou qu'un FIP permettant de bénéficier d'une réduction d'IR ou d'ISF n'a pas respecté, dans les délais prévus, ses quotas d'investissement, la société de gestion du fonds est redevable d'une amende égale à 20 % du montant des investissements qui permettraient d'atteindre, selon le cas, la moitié au moins ou la totalité du quota d'investissement de 60 %. Le montant de cette amende est toutefois limité à la moitié du montant des sommes qui lui sont dues par le fonds au titre des frais de gestion pour l'exercice concerné ;

- ◆ lorsque l'administration établit qu'une holding ISF ne respecte pas ses obligations en matière de transparence à l'égard du souscripteur, de commercialisation et de placement, elle est redevable d'une amende égale à 1 % du montant de la souscription qui a ouvert droit, pour chaque souscripteur, à la réduction d'ISF, pour l'exercice concerné. Le montant de cette amende est toutefois limité à la moitié du montant des sommes qui lui sont dues au titre des frais de gestion pour l'exercice concerné ;
- ◆ lorsque l'administration établit qu'un FIP, un FCPI ou un FCPR ISF ne respecte pas les obligations d'information des souscripteurs du montant annuel des frais et commissions et les règles encadrant la rémunération des opérateurs commercialisant les parts des fonds, le fonds est redevable d'une amende égale à 1 % du montant de la souscription qui a ouvert droit, pour chaque souscripteur, à la réduction d'ISF, pour l'exercice concerné. Le montant de cette amende est toutefois limité à la moitié du montant des sommes qui lui sont dues au titre des frais de gestion pour l'exercice concerné.

La mission relève toutefois la complexité du contrôle des quotas d'investissement, revenant à rendre, comme le montre l'annexe IV, la vérification inopérante.

Par ailleurs, le contrôle fiscal est compétent pour qualifier l'abus de droit, que définit l'article L. 64 du livre des procédures fiscales. Ce dernier stipule en effet que « afin d'en restituer le véritable caractère, l'administration est en droit d'écarter, comme ne lui étant pas opposables, les actes constitutifs d'un abus de droit, **soit que ces actes ont un caractère fictif**, soit que, recherchant le bénéfice d'une application littérale des textes ou de décisions à l'encontre des objectifs poursuivis par leurs auteurs, **ils n'ont pu être inspirés par aucun autre motif que celui d'éluider ou d'atténuer les charges fiscales que l'intéressé, si ces actes n'avaient pas été passés ou réalisés, aurait normalement supportées eu égard à sa situation ou à ses activités réelles** ». Il existe ainsi deux cas alternatifs d'abus de droit :

- ◆ **l'abus de droit par simulation**, lorsque l'administration fiscale écarte des actes fictifs ;
- ◆ **l'abus de droit par fraude à la loi**, lorsque des actes sont écartés au motif qu'ils sont inspirés par un motif **exclusivement** fiscal. Les éléments de nature à établir ce motif sont :
 - l'identification d'un montage purement artificiel dépourvu de substance économique ;
 - le détournement de l'esprit de la loi.

Cette problématique est particulièrement prégnante au regard des pratiques qui se sont développées à la suite de la mise en œuvre de la loi TEPA, aboutissant à des montages de holdings ISF privilégiant un investissement rentable et quasi-liquide (cf. annexe IV).

Toutefois, au regard des critères définis par la loi et de la jurisprudence, la qualification d'abus de droit se révèle particulièrement délicate. En outre, quand bien même, enfin, l'abus de droit serait qualifié, la mise en œuvre de la sanction, qui consisterait à annuler l'avantage fiscal dont les souscripteurs de la holding ont bénéficié, se révélerait également compliquée à mettre en œuvre et frapperait des personnes non directement responsables du montage mis en cause.

L'approfondissement de ce constat (cf. annexe IV) plaide dès lors pour une refonte de l'avantage ISF, avec en particulier un meilleur ciblage des sociétés, ainsi que pour la possibilité d'infliger une amende aux sociétés à l'origine de montages non-conformes.

3.4. Le dépositaire du compte effectue également une mission de contrôle de la gestion des fonds d'investissement

Un dépositaire unique est choisi par la société de gestion sur une liste établie par le ministre chargé de l'économie (Banque de France, CDC, établissements de crédits ; sociétés de bourse, société des bourses françaises, entreprises d'assurance et de capitalisation régies par le code des assurances). Le dépositaire a deux fonctions principales :

- ◆ la conservation des actifs ;
- ◆ le contrôle de la régularité des décisions de gestion au regard :
 - des règles d'investissement des actifs en valeurs mobilières non cotées ;
 - des ratios réglementaires de division des risques et d'emplois.

Le contrôle du dépositaire porte également sur l'application de la règle de valorisation des actifs et sur le montant minimum de l'actif du fond.

Le dépositaire arrête lui-même son dispositif de réaction pour les anomalies relevées, en respectant les étapes suivantes :

- ◆ demande de régularisation ;
- ◆ mise en demeure et injonction aux dirigeants de la société de gestion ;
- ◆ information du commissaire aux comptes du fonds ;
- ◆ information de l'AMF et, le cas échéant, demande en justice de révocation des dirigeants de la société de gestion dans le cadre d'une action en responsabilité civile.

4. L'évolution du cadre réglementaire européen, qui alourdit notamment les exigences de fonds propres des banques et des assurances, inscrit le financement du capital investissement dans un contexte peu favorable

4.1. L'impact des normes Solvabilité II est susceptible d'affecter les investissements réalisés dans le non coté par les sociétés d'assurance

4.1.1. Les sociétés d'assurance sont des acteurs importants du capital investissement

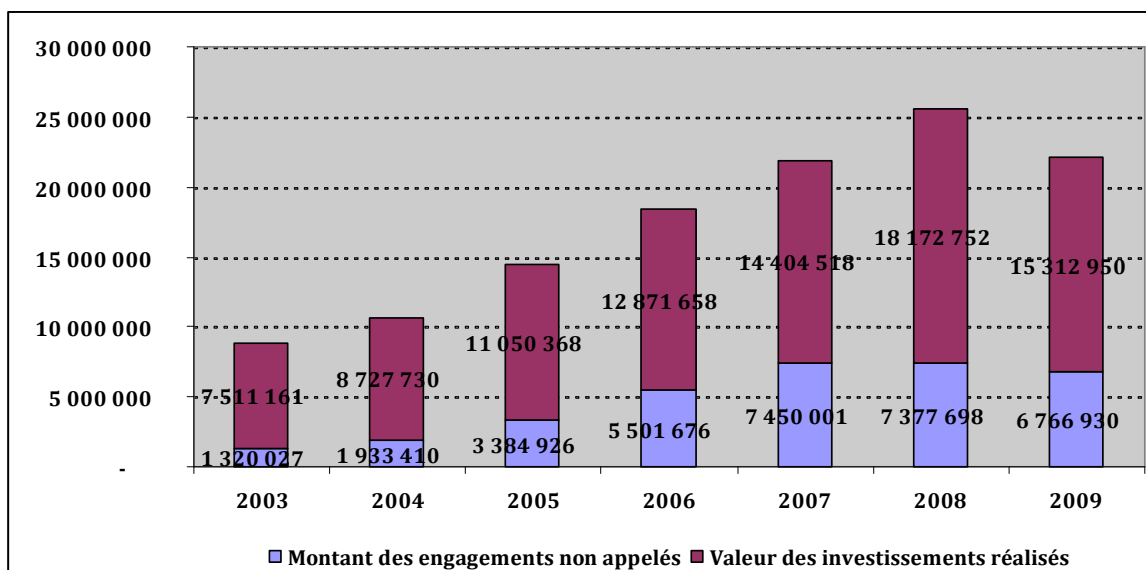
A fin décembre 2009, les sociétés d'assurance présentent un actif composé notamment :

- ◆ à 34 % d'obligations d'Etats de l'OCDE ;
- ◆ à 33 % d'obligations d'entreprises ;
- ◆ à 19 % d'actions d'entreprises ;
- ◆ à 7 % d'actifs monétaires.

Les actions d'entreprises correspondent à des titres de sociétés cotées et non cotées. En effet, les sociétés d'assurance ont pris l'engagement en 2004 de renforcer leurs investissements en actions de PME à fort potentiel de croissance non cotées ou cotées sur un marché non réglementé. Dans cette perspective, les sociétés d'assurance annonçaient leur intention de porter la part des capitaux levés à cet effet à 2 % de leur actif, effort représentant +6Mds€.

Au total, au 31 décembre 2009, le montant total des placements que les sociétés d'assureurs comptent en titres éligibles (yc. placements réalisés et engagements non encore appelés) atteint 22,1 Mds€ en valeur de réalisation, correspondant à 1,54 % des actifs gérés par les sociétés d'assurance, contre 2,01 % fin décembre 2008, la diminution de la proportion des actifs éligibles étant due aux baisses de valeurs des investissements réalisés.

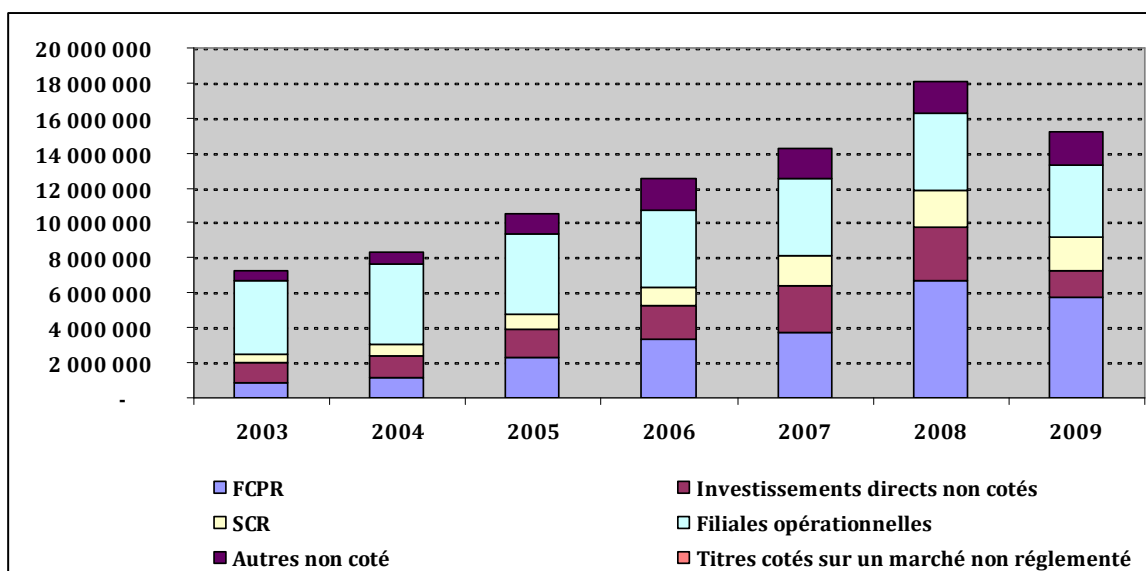
Graphique 20 : Évolution de la valeur des placements et des engagements non appelés des sociétés d'assurances (en k€ et en valeur de réalisation)



Source : FFSA.

Au sein des investissements réalisés par les sociétés d'assurance, 4,4 Mds€ en moyenne correspondent à des placements en titre au sein de leurs propres filiales opérationnelles non cotées, soit 26,5 % des investissements en 2009 - les FCPR représentant pour leur part 37,7 % des investissements à la même période.

Graphique 21 : Répartition des investissements réalisés par les sociétés d'assurance dans le secteur du capital risque (en k€)



Source : FFSA.

Selon les estimations de l'AFIC, 38 % des véhicules de capital investissement (hors *retail*) ont collecté auprès d'assureurs français³¹ sur la période 2006 – 2009, avec un montant investi de 5,1Mds, soit **16 % des montants collectés par le capital investissement français** (hors véhicules *retail*).

Les estimations de l'AFIC dressent une typologie des investissements des sociétés d'assurances pour la période 2006 - 2009. Ceux-ci :

- ◆ **présentent une forte orientation vers le capital transmission** : les intentions d'allocation des véhicules levant auprès des assureurs sont en effet orientées à 75,5 % vers ce segment, contre 28 % seulement pour l'ensemble des véhicules. Cette particularité constitue une explication à **la forte chute des montants collectés auprès des assureurs, passant de 1,4 Mds€ en 2008 à 369 M€ en 2009**. Le capital risque ne représente pour sa part que 5,8 % des prévisions d'allocation sur la période 2006-2009 :
- ◆ **sont plus volontiers orientés vers les autres pays d'Europe** : les intentions d'allocation des véhicules levant auprès des assureurs sont en effet orientées à 35 % vers ces destinations, contre 21 % seulement pour l'ensemble des véhicules :
- ◆ **sont davantage logés dans des « gros » véhicules d'investissement** : 69 % des véhicules ayant levé auprès des assureurs sont supérieurs à 50 M€, alors même que ce type de véhicule ne représentent que 44 % des fonds hors *retail*.

Les sociétés d'assurance constituent par conséquent un acteur majeur du capital investissement, quoique faiblement orienté vers le capital risque.

Leurs perspectives d'allocation d'actifs sont cependant incertaines, sous la conjonction des effets de la crise économique, notamment sur la rentabilité et la volatilité des actions, d'une adaptation nécessaire aux nouvelles normes comptables IFRS 9, et enfin de l'évolution des normes prudentielles.

4.1.2. L'impact des normes prudentielles Solvabilité II pourrait accentuer la tendance à réduire la part des actions dans le portefeuille des organismes d'assurance

La directive européenne Solvabilité II adoptée en avril 2009 par le parlement européen a pour objectif de développer un cadre réglementaire de solvabilité pour l'ensemble du secteur de l'assurance européen. L'entrée en vigueur de la directive est prévue en novembre 2012, après l'adoption des mesures d'application en novembre 2011.

Le régime « Solvabilité I » repose en effet sur plusieurs directives anciennes et n'impose des exigences en capital qu'en fonction du passif. Le ratio de solvabilité forfaitaire est calculé de la façon suivante ;

- ◆ en ce qui concerne l'assurance vie, l'exigence de capital est égale à 4 % des provisions techniques pour les contrats en euros et 1 % pour les unités de compte (UC) ;
- ◆ en ce qui concerne le non-vie, l'exigence correspond au pourcentage le plus élevé entre 16 % des primes et 18 % des sinistres.

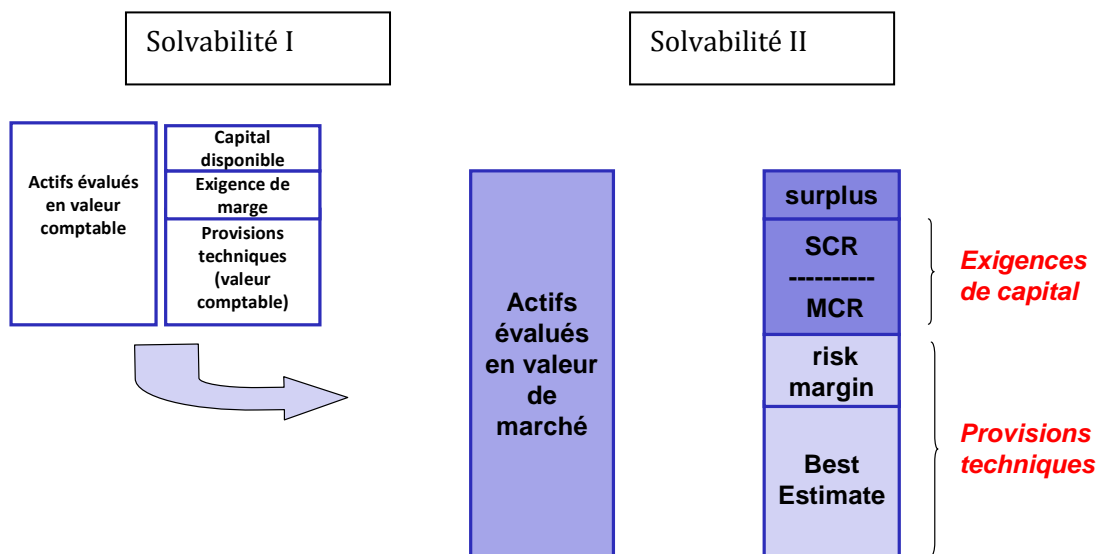
Si les assureurs sont soumis à des règles de dispersion au niveau des actifs, ils ne sont astreints qu'à une faible prise en compte des risques à l'actif.

La technique de valorisation change avec Solvabilité II, en faveur d'une approche basée sur le risque :

³¹ Cette estimation ne prend en compte que les investissements directs dans les véhicules par les investisseurs, ce qui minore de fait les données dans la mesure où les assureurs investissent également dans des fonds de fonds.

- ◆ d'une part, les provisions techniques sont le reflet des engagements envers les assurés et les bénéficiaires : aujourd'hui calculées de manière prudente en France, l'introduction de Solvabilité II doit permettre de les abaisser substantiellement du fait des méthodes de calcul utilisées. Elles seront composées du *best estimate* (moyenne des cash flow futurs) et du *risk margin* (marge de sécurité ;
- ◆ d'autre part, **les exigences en capital portent à deux niveaux** :
 - le *solvency capital requirement (SCR)*, qui constitue le niveau d'exigence en capital nécessaire au fonctionnement de l'entreprise : son franchissement à la baisse oblige l'entreprise à son rétablissement dans les six mois ;
 - le *minimum capital requirement*, qui constitue le niveau d'exigence en dessous duquel, faute de recapitalisation rapide, le retrait d'agrément est prononcé dans les trois mois.

Graphique 22 : Principes de Solvabilité I et II



Source : Bureau Assur2 – Direction générale du Trésor.

Le *solvency capital requirement* est calculé selon une formule standard, mais les entreprises d'assurance ont la possibilité d'opter pour un modèle interne adapté à leur activité et à leur profil de risque. Le calcul du SCR doit permettre de couvrir tous les risques³² à l'horizon d'un an avec un niveau de confiance de 99,5 %, soit une probabilité de ruine de un défaut tous les 200 ans. Le calcul de l'exigence en capital s'effectuant sur un horizon d'un an, il pénalise les investissements des assureurs sur le marché actions, dont la volatilité à court terme est élevée.

Dans ce cadre, les exigences en fonds propres pourraient être considérablement accrues, en particulier pour les investissements réalisés en actions qui, à ce stade des négociations, font l'objet d'un taux de chargement spécifique, fixé à 49 % pour les actions non cotées et à 39 % pour les actions cotées. Cette charge en capital ne correspond pas nécessairement au chargement effectif, qui dépend notamment :

- ◆ du mécanisme d'ajustement « *dampener* » antiprocyclicité, qui permet une modulation de +/- 10 points de base de la charge en capital pour les actions en fonction de la position dans le cycle afin d'éviter que les entreprises vendent leurs titres en cas de chute brutal des cours ;

³² Les risques considérés par Solvabilité II sont : le risque opérationnel, le risque de souscription non vie, le risque de marché (au sein duquel se trouve le risque action), le risque de contrepartie et le risque de souscription santé.

- ◆ de l'approche « *duration* » qui consiste à alléger la charge en capital (à 22 %) des actions détenues en représentation des produits de retraite et de long terme (12 ans minimum) de type plan d'épargne retraite populaire (PERP) ;
- ◆ de mécanismes de corrélation, prenant en considération des effets de compensation dès lors qu'un risque se réalise.

Au total, si la directive Solvabilité II n'est pas seule à l'origine du désinvestissement constaté des assureurs sur le marché actions, un retour « à la normale » pourrait être fortement contrarié par l'évolution des normes prudentielles. En effet, s'il est encore trop tôt pour déterminer si la réforme nécessitera de recapitaliser les entreprises d'assurance, ce qui dépendra des calibrage finaux qui seront arrêtés en 2011 à la lumière des enseignements de l'étude d'impact QIS5 lancée en août 2010, il est en revanche probable que **les nouvelles exigences entraîneront des modifications dans la politique d'investissement des assurances.**

4.2. Si les normes Bâle II ont durci le niveau des fonds propres exigés au titre des activités de capital investissement, l'impact de Bâle III sur l'implication des acteurs bancaires reste difficile à mesurer

A la demande de la mission, le bureau « banques et établissements de crédit » de la DG Trésor a réalisé une analyse des impacts des différentes normes Bâle sur l'activité de capital-investissement, dont voici les principales conclusions.

4.2.1. Dans le régime de Bâle I, les actifs investis dans le capital investissement étaient traités de la même manière que les autres actifs

Les normes Bâle I³³ exigeaient des banques 8 % de fonds propres en face de leurs actifs investis dans le capital investissement sans faire de grandes différences dans la qualité des portefeuilles. Ainsi, pour 100 € investis dans le capital investissement, les banques étaient tenues de détenir au moins 8 € de fonds propres réglementaires.

4.2.2. Les normes Bâle II ont durci le niveau des fonds propres exigés au titre des activités de capital investissement

Avec les normes Bâle II³⁴, le niveau des fonds propres exigé d'une banque doit être au moins égal à 8 % des actifs pondérés par un facteur reflétant la nature plus ou moins risquée de ces derniers. Avec ces nouvelles normes, le niveau exigé pour couvrir les actifs investis dans du capital investissement a été considérablement rehaussé (cf. tableau ci-dessous).

Ce niveau diffère selon le degré de diversification des portefeuilles dans lesquels sont détenus les actifs investis et selon l'approche appliquée par la banque, c'est-à-dire selon l'usage qui est fait par les banques de leurs systèmes internes de mesure des risques pour le calcul de leurs exigences en fonds propres.

³³ Les ratios de solvabilité proposés dans le cadre du comité de Bâle I ont été repris par la directive 89/647/CEE du Conseil, du 18 décembre 1989, relative à un ratio de solvabilité des établissements de crédit.

³⁴ Les normes Bâle 2 ont été transposées dans la directive bancaire CRD 2006/48/CE, elle-même transposée dans la réglementation française via l'arrêté du 20 février 2007 relatif à l'exigence de fonds propres.

Tableau 7 : Taux de pondération des actions non cotées appliqué en fonction de l'approche retenue

Taux de pondération appliqué	Approche standard ³⁵	Approche IRB ³⁶		
		Expositions détenues au 31/12/2007	Expositions détenues après le 31/12/2007	
			Méthode de la pondération simple	Méthode des modèles internes Calcul d'une <i>value at risk</i>
Expositions détenues dans des portefeuilles suffisamment diversifiées	150 %	150 %	190 %	L'exigence de fonds propres ne peut être inférieure à celle obtenue par la méthode de pondération simple avec utilisation d'une pondération de 190 %
Autres expositions	150 %	150 %	370 %	L'exigence de fonds propres ne peut être inférieure à celle obtenue par la méthode de pondération simple avec utilisation d'une pondération de 300 %

Source : Bureau Finent 2, Direction générale du Trésor.

Le caractère diversifié d'un portefeuille de capital investissement est apprécié à partir d'un ensemble de critères, considérés comme des indicateurs de diversification, tels que le secteur d'activité, la location géographique, le type de risques, le stade d'investissement, l'année, etc.

Une clause de « *grandfathering* » permet aux établissements, jusqu'en 2017, de pondérer à 150 % leurs expositions sous la forme de capital investissement, à l'exclusion des financements à effet de levier, détenues au 31/12/2007.

En fonction des niveaux de pondération afférents aux différents types d'investissement, le niveau de fonds propres exigés varie, selon les modalités décrites dans le tableau suivant.

Tableau 8 : Niveau de fonds propres exigés en fonction de l'approche retenue

Fonds propres exigés pour 100 € investis en capital-investissement	Approche standard	Approche IRB		
		Expositions détenues après le 31/12/2007	Expositions détenues après le 31/12/2007	
			Méthode de la pondération simple	Méthode des modèles internes Calcul d'une <i>value at risk (VaR)</i>
Expositions détenues dans des portefeuilles suffisamment diversifiées	12	12	15,2	Montant de la VaR avec un montant plancher de 15,2

³⁵ Dans l'approche standard (qui est l'approche de base ouverte aux banques qui n'ont pas opté pour l'approche IRB), les exigences en fonds propres sont calculées en appliquant des grilles de pondérations définies dans la réglementation bancaire. Les pondérations appliquées varient en fonction de la notation délivrée par les organismes externes de notation.

³⁶ Dans l'approche IRB, les exigences en fonds propres sont calculées sur la base des systèmes de notation développés en interne par les banques.

Fonds propres exigés pour 100 € investis en capital-investissement	Approche standard	Approche IRB		
		Expositions détenues après le 31/12/2007	Expositions détenues après le 31/12/2007	
			Méthode de la pondération simple	Méthode des modèles internes Calcul d'une <i>value at risk (VaR)</i>
Autres expositions	12	12	29,6	Montant de la VaR avec un montant plancher de 24

Source : Bureau Finent 2, Direction générale du Trésor.

Avant même que l'accord de Bâle II ne soit entériné, les banques avaient néanmoins déjà développé leurs propres mesures, de sorte que l'autorité de contrôle prudentiel estime que **les pondérations étaient supérieures à 400 %**. La transposition de Bâle II dans le droit français en 2007 ne semble donc pas avoir eu un impact notable sur les choix d'investissement des acteurs bancaires.

4.2.3. La réforme Bâle III pourrait conduire à une réallocation des fonds propres au détriment du capital investissement

Afin de répondre aux défaillances apparues à l'occasion de la crise économique, le comité de Bâle a diffusé, en décembre 2009, des propositions soumises à consultation, visant à :

- ◆ une meilleure définition des fonds propres ;
- ◆ une révision supplémentaire de la couverture de certains risques ;
- ◆ la mise en place d'un ratio de levier ;
- ◆ l'introduction de mesures contra-cycliques ;
- ◆ l'introduction d'un ratio de liquidité minimum.

La réforme Bâle III conduira à un renforcement significatif des fonds propres des banques en quantité comme en qualité. En effet, à l'issue de la période de transition (qui s'achèvera le **1^{er} janvier 2019**), il sera exigé des banques :

- ◆ un **minimum de fonds propres dits « durs » (*core tier 1*)** (i.e. capital et réserves ou «*common equity tier one*») de 4,5 % des actifs pondérés par les risques ;
- ◆ un **minimum de fonds propres *tier 1* (*core tier 1* et titres super subordonnés)** de 6 % ;
- ◆ un **minimum de fonds propres totaux (*tier 1* et *tier 2*)** de 8 %.

A ces niveaux s'ajouteront un « coussin » de fonds propres additionnels dénommé «*conservation buffer*» de 2,5 % et, si la situation l'exige (i.e. bulle de crédit) et si les autorités nationales le jugent nécessaire, un « coussin » contra-cyclique compris entre 0 et 2,5 %.

Ce renforcement des exigences pourrait conduire à une réallocation des fonds propres sur les activités les moins consommatrices en fonds propres. A ce titre, le *private equity*, qui est une activité très coûteuse en fonds propres, pourrait être concerné.

Par ailleurs, le comité de Bâle envisage **l'instauration d'un ratio de liquidité à un an (*net stable funding ratio*)** qui, tel qu'il est défini actuellement, pourrait inciter les banques à **réduire la détention d'actifs de long terme**, ce qui est le cas des fonds investis dans le capital investissement. Toutefois, cette mesure est susceptible d'évoluer fortement d'ici la fin de l'année 2010, de sorte qu'il est très difficile d'estimer, à ce stade, ses effets.

4.3. Les obligations de transparence prévues par la directive AIFM pourraient affecter l'activité du capital investissement

La directive sur les fonds alternatifs (*alternative investment fund manager, AIFM*), en cours de négociation à la date de la mission, vise à encadrer les pratiques des fonds dits « alternatifs³⁷ ». Alors que les *hedge funds* en constituent la cible principale, les fonds de capital investissement sont également concernés. Cette directive vise à créer un cadre de régulation et de supervision des fonds alternatifs, en renforçant notamment les obligations de transparence.

Dans ce cadre, les négociations portent sur le champ d'application de la directive et sur le degré d'obligation pesant sur les sociétés de gestion.

En ce qui concerne le champ d'application, la directive s'applique aux AIFM gérant des fonds qui acquièrent une influence de contrôle sur des sociétés non cotées. Les négociations portant sur la **notion d'influence de contrôle** présentent un spectre très large dans la mesure où celle-ci peut, selon les textes, être caractérisée à partir de 30 %, 20 % voire 10 % des droits de vote. De la même manière, **les sociétés non cotées concernées peuvent être définie très largement** (ex. à partir de 50 salariés) ou de façon plus restrictive (ex. à partir de 250 salariés) selon les textes.

Les négociations portent également sur le degré de transparence nécessaire, tant en ce qui concerne la société de gestion que les entreprises investies.

Ainsi, un AIFM en position d'exercer le contrôle d'une société est tenu de notifier à la société et à ses actionnaires les informations relatives à la situation en termes de droits de vote, ainsi que les conditions et la date de la prise de contrôle.

Il doit en outre tenir à la disposition de la société, de ses actionnaires et des représentants du personnel diverses informations telles que l'identité de l'AIFM ayant pris le contrôle, sa politique de prévention des conflits d'intérêts, sa politique de communication externe et interne de la société contrôlée en ce qui concerne en particulier les employés.

Il doit également fournir au superviseur de son Etat d'origine ainsi qu'aux investisseurs du fonds une information sur la dette supportée directement ou indirectement par la société contrôlée.

Il doit enfin faire figurer dans le rapport annuel des informations supplémentaires sur les entreprises investies qui, selon les textes, peuvent être très détaillées. Celles-ci peuvent ainsi concerner les développements opérationnels et financiers, voire le *business plan*, la politique de rémunération du management, le nombre d'employés, une déclaration sur les désinvestissements d'actifs significatifs réalisés sur la période etc.

³⁷ En anglais, *hedge funds*.

Ces exigences de transparence peuvent potentiellement affecter l'activité du capital investissement français au regard de plusieurs éléments :

- ◆ les sociétés cibles peuvent être dissuadées d'ouvrir leur capital dès lors que cela a pour conséquence de les obliger à dévoiler leur stratégie, voire leur *business plan* ;
- ◆ la directive pourrait avoir un effet d'éviction en particulier sur les petites entreprises, si les contraintes de transparence s'appliquent à partir d'un seuil inférieur à 50 salariés comme les négociations peuvent le laisser entendre. En effet, le coût d'une ouverture du capital pourrait s'avérer trop important ;
- ◆ les fonds européens peuvent être défavorisés à cet égard par rapport aux fonds non européens, non soumis aux mêmes exigences ;
- ◆ enfin, les fonds peuvent souffrir d'un désavantage par rapport aux holdings et aux investissements directs, qui ne se situent pas dans le champ de la directive.

La directive AIFM vise par ailleurs à encadrer les opérations à effet de levier : elle inclut en effet une obligation pour les gérants ayant recours de manière systématique au levier d'informer les investisseurs sur le levier maximal. Elle prévoit en outre une information des superviseurs sur le levier effectif, couplé à une obligation pour ceux-ci de le plafonner lorsque cela est nécessaire pour la stabilité des marchés.

Les négociations, enfin, portent sur la possibilité d'instaurer une période minimale de blocage (*lock in period*) des capitaux investis (de deux à cinq ans) pouvant décourager l'activité d'investissement.

En fonction du résultat des négociations menées au sujet de la directive AIFM, dont la cible principale est l'activité des *hedge funds*, la réglementation européenne sera donc susceptible d'apporter des contraintes supplémentaires préjudiciables à l'activité du capital-investissement, dont le traitement par les instances européennes aurait gagné à être différencié.

ANNEXE II

Justification et impact socio-économique des dispositifs fiscaux

SOMMAIRE

1. LE FINANCEMENT EN FONDS PROPRES DES ENTREPRISES, QUI N'A PAS LES MEMES OBJECTIFS QUE LE FINANCEMENT BANCAIRE DE COURT TERME, EST ASSURE POUR PARTIE PAR LE CAPITAL-INVESTISSEMENT	1
1.1. Outre leur contribution au financement des investissements, les fonds propres augmentent la capacité d'endettement des entreprises et leur résistance à la conjoncture.....	1
1.1.1. <i>La problématique du financement du « haut de bilan » des entreprises doit être distinguée de celle de l'accès au crédit bancaire.....</i>	<i>1</i>
1.1.2. <i>Pour financer son activité de long terme, l'entreprise doit choisir entre une augmentation de ses fonds propres et l'endettement bancaire de long terme</i>	<i>2</i>
1.2. Le capital-risque et le capital-développement ne sont des outils de financement adaptés qu'à certains profils d'entreprises.....	4
1.2.1. <i>Il existe plusieurs sources d'augmentation des fonds propres des entreprises</i>	<i>4</i>
1.2.2. <i>Les contributions du capital-risque et du capital-développement ne se limitent pas, en théorie, à un apport de fonds propres aux entreprises.....</i>	<i>6</i>
1.2.3. <i>Compte tenu de sa structure de coûts, le capital-investissement « classique » ne peut pas être un outil de financement généralisé des entreprises</i>	<i>7</i>
2. LA THEORIE ECONOMIQUE JUSTIFIE LE PRINCIPE D'UN SOUTIEN PUBLIC AU CAPITAL-INVESTISSEMENT DES LORS QUE CELUI-CI REpond A DES DEFAILLANCES DE MARCHÉ.....	8
2.1. Un soutien public au capital-investissement est théoriquement justifié en cas d'externalités positives ou d'une forte asymétrie d'information.....	8
2.2. En encourageant fiscalement l'investissement direct ou intermédié dans les entreprises, le législateur visait à pallier ces défaillances de marché.....	10
2.2.1. <i>Pour les FCPI : encourager le développement de la jeune entreprise à forte composante innovante.....</i>	<i>10</i>
2.2.2. <i>Pour les FIP : répondre aux besoins de financement de PME éloignées des grands centres économiques.....</i>	<i>11</i>
2.2.3. <i>Pour les holdings : faciliter les investissements des « business angels »</i>	<i>12</i>
2.3. Bien que peu documentées, les failles de marché semblent limitées aux entreprises innovantes et aux petites entreprises en développement.....	13
2.3.1. <i>Aucun élément ne permet de conclure à un rationnement généralisé en fonds propres des PME françaises.....</i>	<i>13</i>
2.3.2. <i>Pour les entreprises les plus jeunes et les plus innovantes, la théorie économique conclut à un rationnement en fonds propres.....</i>	<i>19</i>

2.4. Même justifiée, l'intervention publique doit être fortement encadrée et ne pas se traduire par des effets d'aubaine	19
3. POUR MIEUX REpondre AUX OBJECTIFS DU LEGISLATEUR COMME AUX BESOINS DES ENTREPRISES, LES DISPOSITIFS FISCAUX DEVRAIENT ETRE PROFONDEMENT RECALIBRES ET RECENTRES.....	21
3.1. Les fonds fiscaux représentent environ un quart des fonds alloués au capital-risque et au capital-développement.....	21
3.2. Les FCPI se sont progressivement éloignés de leur objectif initial malgré l'existence d'une pré-sélection à l'investissement établie par Oséo	24
3.2.1. <i>Les travaux conduits par la mission</i>	24
3.2.2. <i>Les investissements des FCPI reposent pour l'essentiel sur la qualification faite par Oséo.....</i>	24
3.2.3. <i>Les FCPI ont investi en moyenne trois millions d'euros par entreprise depuis l'origine, principalement dans le secteur des services.....</i>	28
3.2.4. <i>L'analyse statistique et économétrique des FCPI des millésimes 2000-2002 montre que ceux-ci ont un impact socio-économique légèrement positif.....</i>	30
3.2.5. <i>Cependant, les plus récents millésimes FCPI tendent à s'éloigner des objectifs du législateur, en finançant des entreprises plus âgées et au caractère innovant moins affirmé</i>	31
3.2.6. <i>Les FCPI sélectionnés par CDC Entreprises répondent mieux aux failles de marché précédemment identifiées que les FCPI.....</i>	35
3.2.7. <i>Synthèse des travaux de la mission sur les FCPI.....</i>	37
3.3. Les FIP se sont traduits par d'importants effets d'aubaine et une médiocre couverture territoriale.....	38
3.3.1. <i>Les travaux conduits par la mission</i>	38
3.3.2. <i>Les FIP ont connu une montée en puissance très progressive.....</i>	38
3.3.3. <i>En dépit de leur montée en puissance, les FIP témoignent de réelles difficultés à répondre aux objectifs qui leur étaient assignés.....</i>	39
3.3.4. <i>Par rapport aux FCPI, les FIP investissent en moyenne dans des entreprises plus rentables, au chiffre d'affaires plus important mais possédant moins de salariés.....</i>	44
3.3.5. <i>L'étude détaillée des investissements des FIP révèle des effets d'aubaine massifs.....</i>	45
3.3.6. <i>Contrairement aux FIP, les sociétés régionales de capital-développement investies par la Caisse des dépôts investissent les PME de croissance sur tout le territoire.....</i>	50
3.3.7. <i>Synthèse des travaux de la mission sur les FIP</i>	53
3.4. A condition d'être profondément recentrées et ciblées, les holdings peuvent devenir une structure clef de financement pour l'investissement de proximité et le réseau des « <i>business angels</i> »	54
3.4.1. <i>Les travaux conduits par la mission</i>	54
3.4.2. <i>L'étude d'une partie des investissements des holdings révèle des particularités fortes par rapport aux fonds fiscaux, ainsi que des pratiques très hétérogènes d'une structure à l'autre.....</i>	54
3.4.3. <i>Synthèse des travaux de la mission sur les holdings.....</i>	56
3.5. L'accompagnement en conseil et en expertise des entreprises investies par les sociétés de gestion reste très hétérogène.....	57

1. Le financement en fonds propres des entreprises, qui n'a pas les mêmes objectifs que le financement bancaire de court terme, est assuré pour partie par le capital-investissement

1.1. Outre leur contribution au financement des investissements, les fonds propres augmentent la capacité d'endettement des entreprises et leur résistance à la conjoncture

1.1.1. La problématique du financement du « haut de bilan » des entreprises doit être distinguée de celle de l'accès au crédit bancaire

Pour financer ses investissements, son besoin en fonds de roulement (BFR) ou plus généralement son activité, une entreprise dispose de deux principales sources de financements :

- ◆ **l'endettement**, notamment auprès du secteur bancaire. Celui-ci peut-être de maturité plus ou moins longue (de quelques jours à plusieurs années) ;
- ◆ **l'augmentation de ses capitaux propres¹** et quasi capitaux propres².

Parmi les critères expliquant qu'une entreprise recoure à une source de financement plutôt qu'à une autre, la temporalité joue un rôle important. En effet, une bonne gestion financière consiste pour une entreprise à financer ses besoins de long terme³ par des apports de long terme tels que des capitaux propres ou des dettes de maturité supérieure à un an, et inversement :

- ◆ **à court terme**, l'entreprise doit financer son activité courante, au moyen de crédit bancaire de court terme. En cas de forte réduction de celui-ci, par exemple en période de récession, l'entreprise peut faire face à un risque de liquidité et se retrouver en cessation de paiement ;
- ◆ **à long terme**, et si l'entreprise se développe, elle se finance en augmentant ses fonds propres ou en s'endettant pour des durées supérieures à un an ; dans ces conditions, le fonds de roulement net de l'entreprise est positif. Inversement, dans le cas où le fonds de roulement net serait négatif, l'entreprise financerait de manière imprudente une partie de ses immobilisations par des dettes à court terme.

Les dispositifs fiscaux examinés par la mission ont pour vocation de contribuer au financement de long terme des entreprises ; par conséquent, les problématiques d'accès au financement bancaire de court terme, qui relèvent d'autres dispositifs publics comme Oséo Financement ou la Médiation du crédit, ne sont pas traitées dans la présente annexe.

¹ Les capitaux propres (appelés aussi fonds propres) désignent comptablement les ressources suivantes, situées au passif du bilan de l'entreprise : capital social, bénéfice de l'exercice, bénéfices précédemment mis en réserve, et autres réserves.

² Les quasi capitaux propres sont des ressources financières n'ayant pas la nature comptable de fonds propres, mais qui s'en approchent. Ils regroupent par exemple les comptes courants d'associés, les obligations convertibles ou les emprunts participatifs.

³ Par exemple des investissements.

1.1.2. Pour financer son activité de long terme, l'entreprise doit choisir entre une augmentation de ses fonds propres et l'endettement bancaire de long terme

D'un point de vue théorique, et sous hypothèse d'efficacité des marchés financiers, **il n'existe pas de niveaux de fonds propres et de structure financière optimaux** : ainsi, les économistes F. Modigliani et M. Miller⁴ concluent, dans leur article fondateur que dans un contexte simplifié (marchés financiers parfaits, absence de fiscalité, absence de conflits d'objectifs entre les différents partenaires de l'entreprise), les structures de capital sont distribuées de façon aléatoire entre les entreprises.

Toutefois, les hypothèses conduisant à ce résultat sont très restrictives. De fait, **d'un point de vue empirique, la structure financière des entreprises a fortement évolué, au cours du temps**, en fonction des opportunités de financement des entreprises et de la conjoncture économique⁵.

Encadré 1 : Évolution de la structure financière « optimale » des entreprises

- **dans les années 1950 et 1960**, l'autonomie financière des entreprises était mise en avant comme critère de bonne gestion. Une bonne structure financière était donc caractérisée par la faiblesse de l'endettement ;
- **dans les années 1970**, l'augmentation des niveaux d'inflation et la baisse des taux d'intérêt réels ont conduit les entreprises à s'endetter, pour bénéficier de l'effet levier ;
- **dans les années 1980**, la structure financière des entreprises se rééquilibre ;
- **au début des années 1990**, l'augmentation des taux d'intérêt réels a incité les entreprises à réduire leur niveau d'endettement ; à l'inverse, la fin de la décennie est marquée par une très forte augmentation des niveaux d'endettement, en raison du faible niveau de l'inflation et des taux d'intérêt ;
- enfin, après la crise financière des années 2000-2002, les entreprises ont dû assainir leurs bilans, et réduire de manière significative leur niveau d'endettement.

Source : P. Vernimmen.

Par ailleurs, la structure du capital n'est pas neutre pour une entreprise, qui doit disposer de capitaux propres suffisants pour assurer son développement. En effet, en plus de leur fonction de financement des investissements de l'entreprise, **les capitaux propres jouent un triple rôle, notamment pour les PME (petites et moyennes entreprises) :**

- ♦ **tout d'abord, les capitaux propres servent de garantie aux créanciers** qui financent l'autre partie de l'investissement. Ainsi, une augmentation de capital accroît la capacité d'endettement future de l'entreprise ;
- ♦ **ensuite, les capitaux propres jouent également un rôle « d'assurance » pour l'entreprise, et renforcent sa capacité de résistance aux chocs économiques.** Ainsi, en cas de crise, des capitaux propres importants permettent à celle-ci de faire face à une baisse de ses résultats et de se restructurer. A l'inverse, si l'entreprise est fortement endettée, elle sera pénalisée en cas de retournement de conjoncture du fait des charges fixes (frais financiers) et des échéances (remboursement de capital) à assurer ;

⁴ F. Modigliani et M. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theorie of Investment*, American Economic Review (1958).

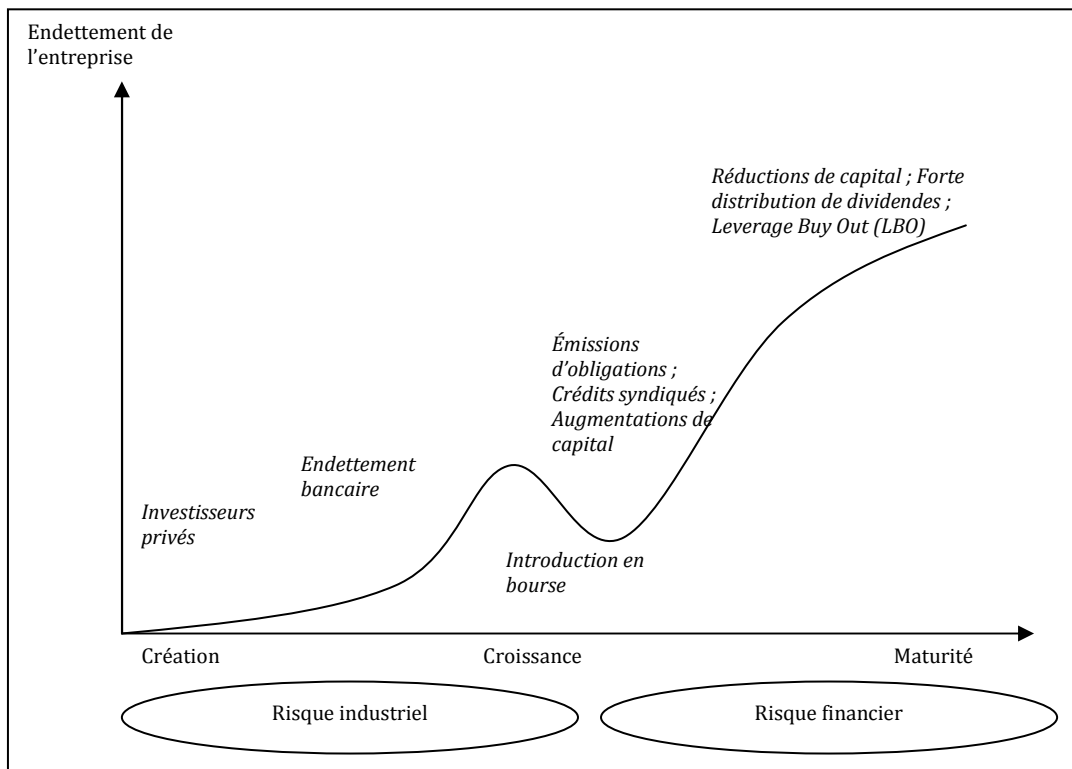
⁵ P. Vernimmen, *Finance d'entreprise*, chapitre 47 (2002).

Annexe II

- ◆ **enfin, le cas spécifique des entreprises nouvellement créées ou à forte intensité technologique doit être relevé.** En effet, celles-ci auront des difficultés à se financer par endettement car elles n'ont ni historique de crédits remboursés, ni actifs corporels pouvant servir de garantie. De même, leurs flux de trésorerie, généralement négatifs pendant plusieurs années, ne leur permettent pas de rembourser régulièrement leurs échéances d'emprunt. De ce fait, **ce type d'entreprise ne peut principalement se financer que par augmentation successive de ses fonds propres.**

Au total, il existe un cycle de vie des sources de financement des entreprises. Lors de sa création, une entreprise est principalement financée par capitaux propres, notamment dans les cas où elle comporte une forte composante technologique ; **au fur et à mesure qu'elle s'institutionnalise et qu'elle fait la preuve de sa viabilité, un endettement bancaire pourra progressivement se substituer à un financement par fonds propres.**

Graphique 1 : Cycle de vie des sources de financement d'une entreprise



Source : P. Vernimmen.

S'ils sont indispensables au développement de l'entreprise, et notamment à celui de la jeune société, les fonds propres ne doivent toutefois pas excéder les besoins réels et les capacités d'investissement de cette dernière. En effet, plusieurs types de difficultés peuvent alors apparaître, notamment en raison d'un désalignement des intérêts des gestionnaires et de ceux des actionnaires :

- ◆ en premier lieu, un excès de fonds propres pèse sur la rentabilité financière de l'entreprise. En effet, en cas de faible niveau d'endettement, celle-ci ne bénéficie plus de l'effet de levier et la rentabilité financière est alors égale à la rentabilité de l'actif économique ;
- ◆ en second lieu, l'entreprise est incitée à investir ses excès de ressources dans des projets à faible rentabilité ou à rentabilité moyenne, plutôt que de conserver un niveau de trésorerie important. Dans une telle configuration, l'espérance de gains de l'actionnaire peut décroître sensiblement ;

Annexe II

- ◆ enfin, les gestionnaires peuvent prendre des risques importants pour l'entreprise, pouvant même menacer sa survie.

Le niveau des fonds propres d'une entreprise s'avère par conséquent déterminant, dans la mesure où il conditionne en grande partie sa croissance. Il n'existe toutefois pas un niveau optimal de fonds propres pour les entreprises, et encore moins de justification économique à ce que ces derniers augmentent fortement et de manière infinie.

1.2. Le capital-risque et le capital-développement ne sont des outils de financement adaptés qu'à certains profils d'entreprises

1.2.1. Il existe plusieurs sources d'augmentation des fonds propres des entreprises

Pour augmenter la taille de ses fonds propres, une entreprise dispose de plusieurs sources de financement possible :

- ◆ **le réinvestissement des bénéfices**, sous forme de mise en réserve (« *autofinancement* ») ; il s'agit de la principale source de financement en fonds propres, notamment pour les entreprises en forte croissance ;
- ◆ **une augmentation de capital**, souscrite par ses actionnaires ;
- ◆ **une augmentation de capital concomitante avec un élargissement de l'actionariat à des tiers**. Ces nouveaux souscripteurs peuvent être :
 - des proches (« *love money* ⁶ ») ;
 - de riches particuliers souhaitant investir dans une PME (« *business angels* ») ;
 - des investisseurs institutionnels, agissant via des fonds communs de placement à risque (FCPR - capital-investissement⁷ « classique »⁸) ;
 - des particuliers regroupés dans des fonds fiscaux de type FCPI (fonds communs de placement dans l'innovation) ou FIP (fonds d'investissement de proximité) ;
- ◆ **enfin, l'entreprise peut se financer au moyen de « quasi fonds propres »** (principalement des obligations convertibles, et des obligations remboursables en actions).

⁶ Le « *love money* » (« argent de l'amour »), est un terme consacré dans le financement de l'entrepreneuriat ; il désigne les fonds que l'entrepreneur collecte auprès de ses connaissances proches (familles, amis, connaissances).

⁷ Selon la terminologie de l'AFIC (Association française des investisseurs en capital), le capital-investissement peut se décomposer en plusieurs activités :

- Le capital-risque (entreprises en création ou au premier stade de son développement) ;
- Le capital-développement (entreprises ayant atteint leur seuil de rentabilité et dégagant des profits ; les fonds seront employés pour augmenter les capacités de production la force de vente, développer de nouveaux produits et services etc....) ;
- Le capital-transmission (dans le cas de l'acquisition d'une entreprise existante non cotée par une équipe d'investisseurs financiers et de dirigeants venant de la société ou de l'extérieur ; ce type de montage se fait généralement au moyen d'un effet de levier fort) ;
- Le capital-retournement (entreprises connaissant des difficultés).

⁸ Par capital-investissement « classique », on entend le financement en fonds propres des entreprises faisant intervenir des sociétés de gestion possédant des coûts de structure importants, limitant ses investissements à quelques entreprises par an et conservant celles-ci en portefeuille entre cinq et dix ans. On l'oppose à des formes de capital-investissement plus souples (« *informal private equity* » en anglais), reposant par exemple, dans le cas français, sur des holdings d'actionnaires.

Annexe II

Le capital-risque et le capital-développement jouent un rôle dans le financement en fonds propres des entreprises. Toutefois, celui-ci reste faible par rapport au stock et au flux de fonds propres :

- ◆ les PME et les ETI (entreprises de taille intermédiaire) disposaient respectivement de 160,4 Mds€ et 190,0 Mds€ de fonds propres en 2008, contre 138,9 Mds€ et 169,5 Mds€ en 2006 ;
- ◆ sur ces montants pour la période 2006-2008, les flux bruts d'investissement du capital-risque et du capital-développement ont représenté 6 Mds€.

Tableau 1 : Fonds propres des entreprises françaises (stock, en M€, 2006-2008)

	2006	2007	2008
PME	138 884,0	156 271,7	160 441,9
ETI	169 493,8	190 965,9	190 028,4
Grandes entreprises	1 320 883,8	1 496 968,2	1 440 136,8

Source : Banque de France.

Tableau 2 : Investissements annuels du capital-risque et du capital-développement (en M€, 2006-2008)

	2006	2007	2008	Total
Capital-risque	536	677	758	1 971
Capital-développement	1 057	1 310	1 653	4 020
Total	1 593	1 987	2 411	5 991

Source : AFIC.

Note : Les montants additionnent les apports des FCPR et des véhicules fiscaux type FCPI et FIP – les flux provenant du capital-investissement « informel » (holding) ne sont pas connus ; Par ailleurs, ne sont recensés que les flux résultant des activités de capital-risque et de capital-développement (les activités de capital-transmission –notamment les fonds LBO- et de capital-retournement ne sont donc pas comptabilisés).

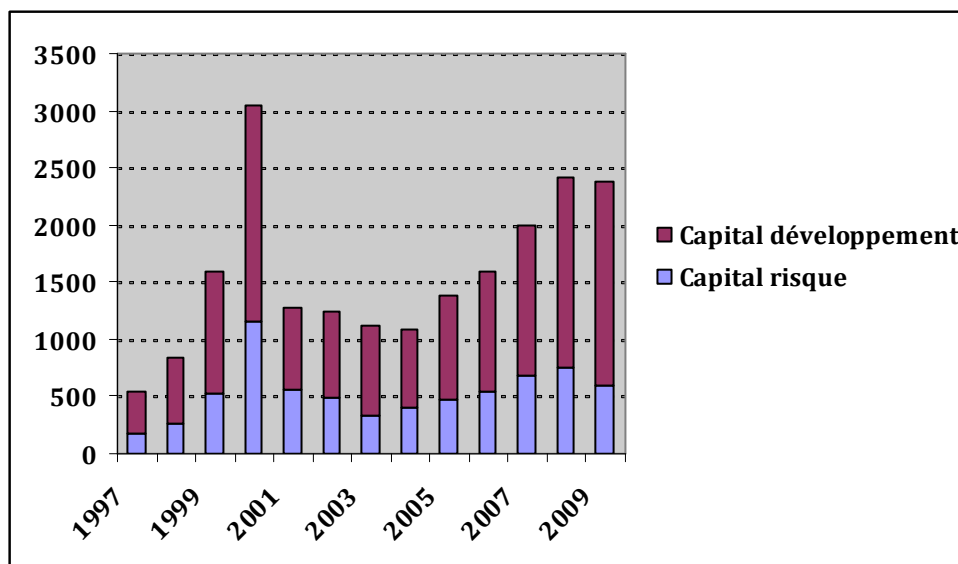
Une telle comparaison comporte certes des limites méthodologiques : d'une part, l'évolution du stock de fonds propres est la résultante du développement des entreprises, mais également des flux annuels de création et de destruction de celles-ci ; par conséquent, cette évolution est nécessairement marquée par le cycle économique, notamment en bas de cycle. D'autre part, les investissements annuels du capital-investissement, tels qu'ils sont recensés par l'AFIC (Association française des investisseurs en capital), sont des flux bruts, n'incluant pas les désinvestissements des fonds ; de fait, ces montants surestiment donc le poids du capital-investissement dans l'augmentation annuelle des fonds propres. Enfin, les flux provenant du capital-investissement «informel » (principalement des holdings), ne sont pas connus avec précision.

Tout en conservant à l'esprit ces précautions méthodologiques, **ces comparaisons permettent de conclure à un rôle modeste du capital-risque et du capital-développement** dans le financement en fonds propres des PME et ETI françaises.

1.2.2. Les contributions du capital-risque et du capital-développement ne se limitent pas, en théorie, à un apport de fonds propres aux entreprises

Entre 1997 et 2009, selon les données collectées par l'AFIC,⁹ les investissements de capital-risque et de capital-développement se sont élevés à près de 20,5 Mds€ ; si les apports en fonds propres s'établissent ainsi en moyenne annuelle à 1,5 Mds€, ils présentent également une forte volatilité.

Graphique 2 : Montants investis annuellement par le capital-risque et le capital-développement (M€, 1997-2009)



Source : AFIC.

L'apport du capital-risque et du capital-développement à l'économie française et aux PME ne se limite toutefois pas à un plan strictement financier. La théorie économique, et certaines études économiques récentes, indiquent que le capital-investissement présente plusieurs avantages microéconomiques par rapport à un investissement plus traditionnel par un acteur bancaire ou les marchés financiers :

- ♦ en premier lieu, le capital-investissement doit théoriquement renforcer l'efficacité de l'allocation du capital, en repérant les entrepreneurs les plus compétents et en sélectionnant les « bons » projets méritant d'être investis¹⁰. Plusieurs études empiriques semblent le confirmer, en montrant, sur données américaines¹¹, que les fonds les plus spécialisés et les plus expérimentés étaient les mieux placés pour réaliser des investissements performants ;

⁹ Les données de l'AFIC ne comptabilisent pas les flux provenant du capital-risque et du capital-développement « informels ».

¹⁰ Par exemple P.A Gompers, A. Kovner, J. Lerner et D. Scharfstein, *Specialization and Success: Evidence from Venture Capital*, 2005.

¹¹ La mission n'a pas eu connaissance d'étude spécifiquement consacrée au marché français.

Annexe II

- ◆ en second lieu, **le capital-investissement doit permettre d'inciter le management à la performance**, en réalignant ses intérêts sur ceux des actionnaires¹². Pour y parvenir, les sociétés de gestion s'appuient notamment sur la pratique du « *monitoring* », et sur une surveillance stricte des sociétés investies ;
- ◆ enfin, **la société de gestion est censée accompagner le management dans sa prise de décision et le développement de l'entreprise**. Pour cela, elle lui apporte des actifs « immatériels » tels que le partage d'expérience, le conseil, la mise en réseau, etc. Plusieurs études¹³ concluent ainsi à l'importance du profil et de la nature des investisseurs dans le rendement net de leur investissement. Par exemple, sur données américaines, il ressort que les universités et les fondations, ainsi que les anciens entrepreneurs, qui sont les plus susceptibles d'apporter ces actifs « immatériels », affichent des performances plus importantes que les investisseurs bancaires ou institutionnels. En revanche, **dans le cas français, ces pratiques vertueuses ne semblent pas encore généralisées** (cf. *infra*).

1.2.3. Compte tenu de sa structure de coûts, le capital-investissement « classique » ne peut pas être un outil de financement généralisé des entreprises

Le capital-risque et le capital-développement ne peuvent être un instrument de financement que pour des entreprises en forte croissance, présentant des espérances de rendement très élevées. Cette orientation résulte en grande partie **des coûts fixes élevés de l'industrie du capital-investissement**, qui se traduit par l'existence **de frais et commissions très importants** décrits par un récent rapport de l'IGF¹⁴ :

- ◆ tout d'abord, les sociétés de gestion prélèvent des frais à l'entrée, qui permettent de rémunérer le distributeur et de couvrir les frais de lancement du fonds ; ces frais s'élèvent en moyenne à 5,5 % du montant de la souscription ;
- ◆ ensuite, des frais de gestion annuels sont prélevés, afin de couvrir les frais récurrents du fonds (rémunération de l'équipe de gestion, frais légaux de commissariat aux comptes, etc...) et les frais non récurrents de gestion du portefeuille (frais liés à l'acquisition, au suivi et à la cession des participations) ; ces frais s'établissent en moyenne à 4,2 % par an ;
- ◆ en outre, des frais de rachat peuvent être prélevés au moment de la liquidation du fonds, mais de manière moins systématique que pour les deux catégories précédentes de frais. Ces frais s'élèvent généralement à hauteur de 5 % de l'actif net ;
- ◆ enfin, un partage de la plus-value (« *carried interest* ») peut intervenir entre le souscripteur et le gestionnaire de fonds. Ce partage, qui repose sur une pratique de marché internationale, s'effectue selon une règle de 80 % pour le souscripteur et de 20 % pour l'équipe dirigeant la société de gestion, au delà d'une performance annuelle nette du portefeuille de 8 %. Toutefois, compte tenu de la médiocre performance financière des fonds fiscaux, la pratique du *carried interest* reste rare pour ce secteur (cf. annexe n° 3).

¹² En effet, les théoriciens de l'économie de l'information ont montré que dans le cas où les managers ne possèdent pas une partie de l'entreprise, ces derniers ont une incitation à poursuivre leurs propres objectifs, et à agir aux dépens de l'intérêt de l'actionnaire (cf. MC ; Jensen et W.H. Meckling, *Theory of the Firm : Managerial Behaviour, Agency Costs, and Control Systems* », 1976).

¹³ Par exemple, J. Lerner, A. Schoar et W. Wong, *Smart Institutions, Foolish Choices ?*, 2006.

¹⁴ Rapport n° 2009-M-066-03, *Les frais prélevés sur les produits financiers bénéficiant d'un avantage fiscal pour favoriser l'investissement dans les PME* (octobre 2009).

Au total, **le rapport précité de l'IGF estime que les frais et commissions représentent en moyenne 38 % des montants levés par les sociétés de gestion. De ce fait, seuls des investissements particulièrement profitables sont susceptibles de les couvrir, et d'assurer au souscripteur une rentabilité suffisante.** Il doit d'ailleurs être relevé que le seul avantage fiscal, qui s'établit à 25 % pour les FCPI et les FIP, ne permet pas de compenser intégralement le niveau des frais de gestion.

Ainsi, pour être un investissement rentable pour le souscripteur et les finances publiques, il doit être par construction **réservé à un profil d'entreprises ayant un fort potentiel de croissance et de développement.** En d'autres termes, il ne peut pas avoir vocation à financer l'ensemble des PME françaises, et notamment les PME traditionnelles sans perspective de forte croissance. Un rapport de 2008 du CAE¹⁵ estimait ainsi que les secteurs d'activités financés par le capital-investissement doivent avoir une croissance minimum de 15 % pendant au minimum 5 ans afin que l'investissement soit rentable.

2. La théorie économique justifie le principe d'un soutien public au capital-investissement dès lors que celui-ci répond à des défaillances de marché

2.1. Un soutien public au capital-investissement est théoriquement justifié en cas d'externalités positives ou d'une forte asymétrie d'information

Dans un marché parfaitement concurrentiel, tel que défini dans les années 1950 par les prix Nobel d'économie Kenneth Arrow et Gérard Debreu¹⁶, l'allocation des ressources disponibles est « Pareto optimale », ce qui signifie qu'il n'est pas possible de la modifier sans réduire le bénéfice de l'un des agents économiques. Dans ces conditions, toute intervention de l'État visant à modifier l'équilibre de marché, comme par exemple l'allocation de l'épargne, se traduit par une perte de bien-être économique pour les producteurs et les consommateurs.

Toutefois, ce résultat n'est obtenu que si certaines hypothèses très particulières sont réunies¹⁷ ; dans les faits, celles-ci ne sont que rarement toutes vérifiées. **Dès lors, l'intervention de la puissance publique se justifie lorsque l'autorégulation du marché peut s'avérer défaillante ou lorsque l'équilibre de marché est éloigné de l'optimum social.**

¹⁵ Jérôme Glachant, Jean-Hervé Lorenzi et Philippe Traimar, *Private Equity et capitalisme français*, rapport n° 75 du CAE, 2008.

¹⁶ Kenneth Arrow et Gérard Debreu, *Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy*, 1954.

¹⁷ Les cinq conditions de la concurrence pure et parfaite sont les suivantes : atomicité des marchés, homogénéité des produits, transparence de l'information, libre-entrée et libre-sortie sur le marché, libre circulation des facteurs de production.

Encadré 2 : Les défaillances de marché justifiant une action correctrice publique

Traditionnellement, cinq « **défaillances de marché** » peuvent être à l'origine d'une action correctrice publique :

- **existence d'externalités** : une activité de production ne tient pas nécessairement compte de tous les coûts ou bienfaits qu'elle génère. Par exemple, une activité polluante génère des coûts de dépollution, ou des pertes de bien-être, que le producteur n'intègre pas dans sa décision d'investissement ; on parle alors d'externalité négative. Inversement, les activités de R&D bénéficient à l'entreprise qui les développent, mais aussi à ses concurrents qui peuvent tirer profit plus ou moins rapidement de ces efforts. On parle alors d'externalité positive. Plus généralement, on considère qu'il existe une externalité dès lors qu'un écart entre le rendement privé et le rendement social d'une activité économique n'est pas nul ;
- **existence de biens publics** : certains biens ne sont pas naturellement produits par le marché, parce qu'une fois produits il n'est pas possible d'empêcher un autre agent de les consommer gratuitement (ils sont dits « non-rivaux et non-exclusifs »). C'est le cas, par exemple, des infrastructures telles que les ponts ;
- **existence d'asymétrie d'information** : les agents économiques n'ont pas nécessairement tous accès à l'intégralité des informations disponibles. Par exemple, les créateurs d'entreprises et leurs financeurs potentiels ne disposent pas de la même connaissance de la société à financer. Il peut en résulter une situation de sélection adverse (seules les entreprises les moins performantes réussissent à se financer) ou d'aléa moral (les agents ont intérêt à un comportement opportuniste et à ne pas respecter les contrats). Dans cette configuration, on peut montrer que la situation optimale est celle où l'investissement n'a pas lieu ;
- **mobilité imparfaite des facteurs de production** : certaines rigidités sur les marchés, ainsi que certaines barrières à l'entrée, peuvent freiner l'ajustement des marchés et l'atteinte de l'optimal ;
- **rendements croissants et économie d'échelle** : dans certains marchés, l'existence de rendements croissants conduit à l'apparition d'un monopole naturel se traduisant par une allocation sous-optimale des ressources (le prix est supérieur au coût marginal).

En matière de capital-investissement, trois « **défaillances de marché** » peuvent justifier une intervention publique :

- ♦ en premier lieu, **compte tenu des asymétries d'information entre les entrepreneurs et les investisseurs**, une situation de rationnement en fonds propres des entreprises est possible. Celle-ci est d'autant plus importante que les investisseurs sont « **adverses au risque** ». **Dans certains cas, l'asymétrie d'information peut être pratiquement totale** :
 - entreprises nouvellement créées ;
 - entreprises de petite taille ;
 - entreprises ayant une activité à forte intensité technologique.
- ♦ **en second lieu, le développement de certaines entreprises peut se traduire par des externalités positives**. Cette situation concerne principalement les activités intenses en R&D ;
- ♦ **enfin, une imparfaite mobilité des facteurs de production, et notamment des capitaux, peut être observée, notamment pour les petites entreprises**. Compte tenu des coûts fixes relativement élevés attachés à un investissement (coûts de prospect, d'études, frais juridiques et comptables...), il n'est en effet pas rentable, pour un investisseur institutionnel, de chercher à investir en deçà d'un certain montant. De ce fait, certaines entreprises peuvent éprouver des difficultés à lever des fonds pour des montants qui excèdent ceux du « *love money* » traditionnel, et qui sont inférieurs au ticket minimum d'investissement des institutionnels.

Ces préoccupations sont d'ailleurs partagées au niveau européen. Ainsi, la Commission européenne a reconnu, dans une communication de 2005¹⁸ consacrée à l'actualisation de la stratégie de Lisbonne, que **le capital-investissement proposé aux jeunes entreprises innovantes était insuffisant et que le capital-investissement était un objectif communautaire.** Si les aides publiques au secteur du capital-investissement sont ainsi autorisées, elles font toutefois l'objet d'un encadrement communautaire¹⁹.

2.2. En encourageant fiscalement l'investissement direct ou intermédié dans les entreprises, le législateur visait à pallier ces défaillances de marché

En créant les FCPI (fonds commun de placement dans l'innovation) et les FIP (fonds d'investissement de proximité), le législateur a voulu apporter une réponse à ces failles de marché. En revanche, la création des holdings ISF répondait à des objectifs plus larges.

2.2.1. Pour les FCPI : encourager le développement de la jeune entreprise à forte composante innovante

Institués par l'article 70 du projet de loi de finances pour l'année 1997, les FCPI ont un « *objectif plus ciblé [que les FCPR] : l'investissement à très fort potentiel de valeur ajoutée qui, au sein du capital-risque, est particulièrement déficient* »²⁰. **Parmi ces investissements à fort potentiel, les secteurs à forte intensité technologique occupent une place particulière,** car les FCPI ont « *vocation à soutenir la recherche industrielle nationale* »²¹.

Certaines conditions initialement fixées par le législateur pour qu'un FCPR soit qualifié de FCPI indiquent que **celui-ci entendait promouvoir la recherche et l'innovation.** En effet, une entreprise pouvait être investie dans le texte d'origine par un FCPI si elle respectait au moins l'une des deux conditions suivantes :

- ◆ **d'une part, le total cumulé de ses dépenses de R&D au cours des trois exercices précédant la prise de participation par le FCPI devra être au moins égal au tiers du chiffre d'affaires le plus élevé de ces trois exercices**²². Les dépenses éligibles sont les dépenses prises en compte pour le crédit d'impôt recherche (CIR), à l'exclusion des dépenses de normalisation afférentes aux produits de l'entreprise et des dépenses liées à l'élaboration de nouvelles collections par les entreprises industrielles du secteur textile habillement cuir. En effet, ces « *deux derniers types de dépenses ne sont pas considérés comme liés à l'innovation technologique* »²³.
- ◆ **d'autre part, l'entreprise peut être qualifiée d'innovante par Oséo.** Cette qualification est réservée aux entreprises dont le projet est innovant et pertinent économiquement, justifiant l'opportunité d'une aide publique.

¹⁸ *Travaillons ensemble pour la croissance et l'emploi – Un nouvel élan pour la stratégie de Lisbonne*, COM(2005) 24.

¹⁹ *Lignes directrices concernant les aides d'État visant à promouvoir les investissements en capital-investissement dans les petites et moyennes entreprises*, 2006/C 194/02 – cf. annexe n° 1.

²⁰ Rapport général du Sénat fait au nom de la commission des finances par M. Alain Lambert, rapport général, déposé le 21 novembre 1996.

²¹ Idem.

²² Cette première condition a été ensuite légèrement modifiée ; désormais, l'entreprise est considérée innovante dès lors qu'elle a réalisé au cours de l'exercice précédent des dépenses de R&D représentant au moins 15 % des charges fiscalement déductibles (10 % en ce qui concerne les entreprises industrielles).

²³ Idem.

Annexe II

Le décret n° 97-682 du 31 mai 1997 relatif à l'aide à l'innovation indique, à son article 3, que « *les demandes d'aides sont appréciées en fonction des critères suivants : le caractère innovant du programme, le potentiel de croissance et de création d'emplois, l'intérêt économique des produits ou procédés, la qualité technique du programme, la capacité technique, industrielle, commerciale et financière du bénéficiaire* ». En d'autres termes, **le concept d'innovation s'entend de manière assez imprécise dans les textes régissant l'action d'Oséo. Toutefois, la lecture des travaux parlementaires menés lors de la création des FCPI indique que, pour le législateur, celle-ci doit comporter une forte composante technologique, sans être toutefois exclusive.**

Encadré 3 : Le concept d'« innovation »

Bien que difficile à appréhender, le concept d'innovation doit être distingué de celui d'invention ou de technologie nouvelle. Ainsi, selon l'OCDE, l'innovation est « *la mise en œuvre d'un produit (bien ou service), d'un processus nouveau ou sensiblement amélioré, d'une nouvelle méthode de commercialisation ou d'une nouvelle méthode organisationnelle dans les pratiques de l'entreprise, l'organisation du lieu de travail ou les relations extérieures* »²⁴. En d'autres termes, l'innovation consiste à exploiter de nouvelles idées dans de nouveaux produits ou services, de nouveaux modèles économiques ou de nouvelles manières de travailler.

L'innovation peut être distinguée suivant :

- l'objet sur lequel porte la nouveauté ; celle-ci comprend :
 - l'innovation d'offre, qui a vocation à être commercialisée ;
 - l'innovation de processus, qui permet à l'entreprise de réduire ses coûts de production, ou d'améliorer la qualité de ses produits ;
 - l'innovation de modèle économique, qui consiste pour une entreprise à redéfinir son fonctionnement et à modifier l'origine de ses revenus.
- leur intensité technologique ;
 - l'innovation d'usage consiste à changer la manière d'utiliser un produit ou la consommation d'un service ;
 - l'innovation technologique intègre une technologie nouvelle à un produit.
- leur caractère plus ou moins innovant ;
 - l'innovation incrémentale, qui s'inscrit dans la continuité de l'existant
 - les innovations de rupture, qui révolutionnent un secteur ou un usage.

Source : Pour une nouvelle vision de l'innovation, Rapport à la ministre de l'économie de Pascal Morand et Delphine Manceau (2009).

2.2.2. Pour les FIP : répondre aux besoins de financement de PME éloignées des grands centres économiques

Dans le cas des FIP, il ressort de l'exposé des motifs du projet de loi pour l'initiative économique²⁵ que **le législateur entendait corriger deux défaillances de marché :**

- ◆ d'une part, **orienter « suffisamment d'épargne vers la création d'entreprise, en particulier vers les *petits projets* pourtant économiquement viables et sources d'emplois »** ;
- ◆ d'autre part, « *répondre à des besoins de financement actuellement peu ou pas couverts par le capital-investissement et contribuer, en outre, à favoriser la dynamique économique régionale* ».

²⁴ OCDE, *Manuel d'Oslo, principes directeurs pour le recueil et l'interprétation des données sur l'innovation* (2006).

²⁵ Loi n°2003-721 du 1^{er} août 2003.

Annexe II

En d'autres termes, le législateur entendait créer un type d'investisseur complémentaire aux FCPI, géographiquement très concentrés et ciblés sur l'innovation de taille moyenne, et aux traditionnels fonds régionaux de capital-développement, ciblés sur des entreprises matures et de taille théoriquement plus importante. Les FIP devaient ainsi :

- ◆ soutenir la « jeune entreprise » de moins de cinq ans²⁶ ;
- ◆ soutenir les petites entreprises, avec **des tickets plus petits, pouvant aller en deçà de 250 000 €**²⁷ ;
- ◆ favoriser l'aménagement du territoire et être **des outils de décentralisation**²⁸.

2.2.3. Pour les holdings : faciliter les investissements des « business angels »

Les holdings ISF ont été créées par la loi « TEPA » du 21 août 2007, parallèlement à la réduction d'impôt sur la fortune (ISF) de 75 % pour les investissements directs au capital des PME²⁹. L'exposé des motifs consacré à cette réduction d'impôt n'apporte pas de précision sur les objectifs économiques que le gouvernement entendait assigner à ce véhicule d'investissement ; toutefois, son insertion dans le même article que celui consacré à l'investissement direct suggère que le gouvernement percevait ces deux types d'investissement comme identiques.

Encadré 4 : Exposé des motifs de l'article 6 de la loi « TEPA »

Le besoin de mobiliser un volume croissant de capitaux en faveur des PME amène le Gouvernement à proposer un dispositif fiscal d'incitation à la souscription au capital de ces entreprises.

[...]

L'article 6 permet ainsi aux contribuables qui le souhaitent d'affecter tout ou partie de leur impôt de solidarité sur la fortune (ISF) au financement de PME ou d'organismes d'intérêt général.

Il prévoit une réduction d'ISF égale à 75 % des versements effectués soit au titre de souscriptions directes ou indirectes au capital des PME, quelle que soit leur forme sociale (société anonyme, société à responsabilité limitée, société coopérative de production...), soit au titre de dons au profit des fondations reconnues d'utilité publique, des établissements publics de recherche, des établissements publics d'enseignement supérieur et des entreprises ou des associations d'insertion. Chacun de ces avantages fiscaux peut atteindre jusqu'à 50 000 €.

Les travaux parlementaires apportent des précisions sur l'intention du législateur. Ainsi, le rapport de la Commission des finances de l'Assemblée nationale³⁰ indique très clairement :

- ◆ que les entreprises ciblées par le dispositif sont celles dont le « *lien entre [leur] vulnérabilité [...] et certaines phases de leur vie – amorçage, développement de nouvelles activités, investissements immatériels notamment – est établi* » ;
- ◆ que la mesure vise à « *créer cette catégorie des investisseurs providentiels (« business angels »), si peu nombreux en France aujourd'hui* ».

²⁶ Compte rendu intégral des débats au Sénat, séance du 26 mars 2003.

²⁷ Idem.

²⁸ Rapport n° 217 (2002-2003) du Sénat de M. Jean-Jacques Hyest, Mme Annick Bocandé et M. René Tréguoët, fait au nom de la commission spéciale, déposé le 19 mars 2003.

²⁹ Loi n° 2007-1223 du 21 août 2007 en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat (loi dite « TEPA »).

³⁰ Rapport n° 62 (2007) fait au nom de la Commission des finances, de l'économie générale et du plan sur le projet de loi (n° 4), en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat, par M. Gilles Carrez, Rapporteur général, déposé le 5 juillet 2007.

Encadré 5 : Extrait du Rapport de M. Gilles Carrez fait au nom de la Commission des finances de l'Assemblée nationale sur le projet de loi « TEPA »

L'objectif est bien double : promouvoir l'investissement dans les PME, générateur comme chacun sait d'emplois, et faciliter le financement des projets pour les entrepreneurs, qui ne trouvent pas toujours les fonds nécessaires à l'amorçage ou au développement de leur entreprise, excepté sur certains segments porteurs. Cette nouvelle mesure viendrait compléter les autres dispositifs fiscaux en faveur des PME par le levier, potentiellement très puissant, de l'ISF.

L'adéquation entre l'offre et la demande est **insuffisamment assurée pour les projets risqués ou à faible rentabilité**. Le capital-investissement sélectionne les entreprises à potentiel de retour sur investissement très élevé, ce qui explique qu'en réalité seul un tiers des fonds (en valeur) ait bénéficié à des PME en 2005, qui plus est souvent pour des opérations de transmission. Les organismes de crédit sont soumis quant à eux à des règles de solvabilité qui limitent la possibilité de multiplier des financements risqués. Or, le **lien entre la vulnérabilité des entreprises et certaines phases de leur vie – amorçage, développement de nouvelles activités, investissements immatériels notamment – est établi**. C'est pourquoi divers dispositifs ont déjà été institués, sous la forme d'aides directes ou indirectes, pour développer les financements partenaires et orienter l'épargne vers l'investissement dans les PME.

Pour la quasi-totalité, les dispositifs fiscaux en faveur des PME ont été conçus pour produire un effet de levier sur les financements privés. La rationalité micro-économique des investisseurs se fonde sur un niveau satisfaisant de rendement anticipé, supposant une visibilité que permettent peu les projets qu'il est ici question de soutenir. Comment mieux compléter le panorama des aides actuelles qu'en **contribuant à créer cette catégorie d'investisseurs providentiels (« business angels »), si peu nombreux en France aujourd'hui ? Tel est l'objet de la présente mesure**, en liant directement l'avantage fiscal à l'impôt de solidarité sur la fortune, payé en majeure partie par des personnes disposant des moyens d'investir, personnes ainsi converties d'assujettis en investisseurs.

2.3. Bien que peu documentées, les failles de marché semblent limitées aux entreprises innovantes et aux petites entreprises en développement

Si la théorie économique envisage les cinq failles de marché précédemment évoquées, l'existence de ces dernières n'est pas toujours avérée. Il convient donc d'examiner, dans le cas français, **si les dispositifs fiscaux (FCPI, FIP et holdings) ont effectivement répondu à une faille de marché**.

2.3.1. Aucun élément ne permet de conclure à un rationnement généralisé en fonds propres des PME françaises

Alors qu'un besoin en financement est relativement aisé à établir au niveau microéconomique³¹, **il n'existe pas actuellement d'étude micro ou macroéconomique concluant de manière définitive sur un éventuel rationnement en fonds propres des entreprises françaises**. En effet, le besoin en fonds propres ne relève pas d'une approche normative, mais dépend de nombreux facteurs tels que le secteur d'activité, le cycle économique, la situation des banques, etc.

³¹ Par exemple à partir des flux de trésorerie prévisionnels de l'entreprise.

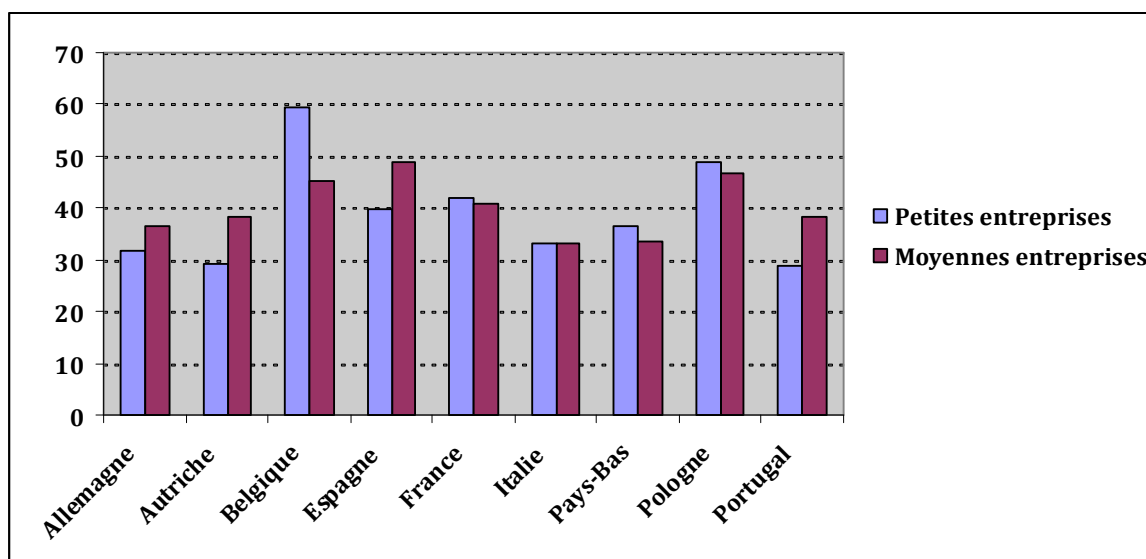
Annexe II

Par conséquent, l'établissement d'un éventuel besoin en fonds propres des PME³² ou des ETI³³ suppose de s'appuyer sur différentes données quantitatives et qualitatives permettant d'étayer des situations à forte probabilité de rationnement. Pour y parvenir, plusieurs travaux portant sur les différentes catégories de PME ou d'ETI, conduits notamment par la Banque de France dans le cadre de l'Observatoire du crédit³⁴, apportent des éléments d'éclairage. Leurs résultats sont conformes avec la teneur des échanges de la mission avec des chefs d'entreprises ou des acteurs du financement des PME.

2.3.1.1. Les PME françaises se distinguent moins par la faiblesse de leurs fonds propres que par la faiblesse de leur endettement et de leurs investissements

Les entreprises françaises ne se semblent pas, en moyenne, sous-capitalisées par rapport à leurs homologues européennes. Ainsi, selon des calculs réalisés par la Banque de France pour l'Observatoire du crédit³⁵, les PME et PMI françaises se situaient en 2008 en troisième position pour le poids de leurs fonds propres dans le total de leur bilan, après la Belgique et la Pologne mais devant l'Allemagne.

Graphique 3 : Poids moyen des capitaux propres dans le total du bilan en 2008 (en %)



Source : Banque de France – Direction des entreprises (base BACH).

³² Conformément à la Recommandation 2003/361/CE de la Commission européenne du 6 mai 2003, les PME sont définies comme étant des entreprises de moins de 250 salariés, dont le chiffre d'affaires est inférieur à 50 M€ ou la taille du bilan inférieur à 43 M€.

³³ Les ETI ont été créées par la loi n°2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie, et ont été définies par le décret n° 1354-2008 du 18 décembre 2008. Elles comprennent les entreprises situées entre les PME et les grandes entreprises, dont l'effectif est compris entre 250 et 5 000 personnes, le total de bilan n'excède pas 2 Mds € et dont le chiffre d'affaires est inférieur à 1,5 Mds €.

³⁴ Par exemple, voir *Le financement des PME et des PMI, Quelques résultats à partir des études de l'Observatoire des entreprises*, 17 mai 2010.

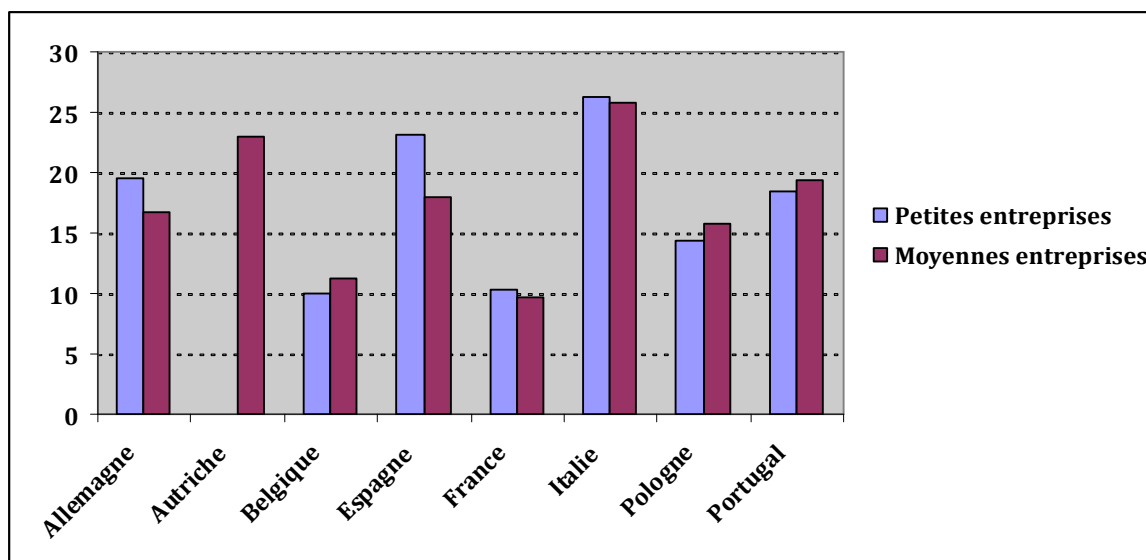
³⁵ Idem.

Annexe II

Toutefois, en contrepartie de cette situation, la France se distingue de ses voisins européens :

- ◆ **par la faiblesse de l'endettement bancaire** ; dans le cas des PMI³⁶, la part des dettes bancaires dans le total du bilan est particulièrement faible, quelle que soit la taille de ces entreprises ;

Graphique 4 : Poids moyen des dettes bancaires dans le total du bilan en 2008 (en %)



Source : Banque de France – Direction des entreprises (base BACH).

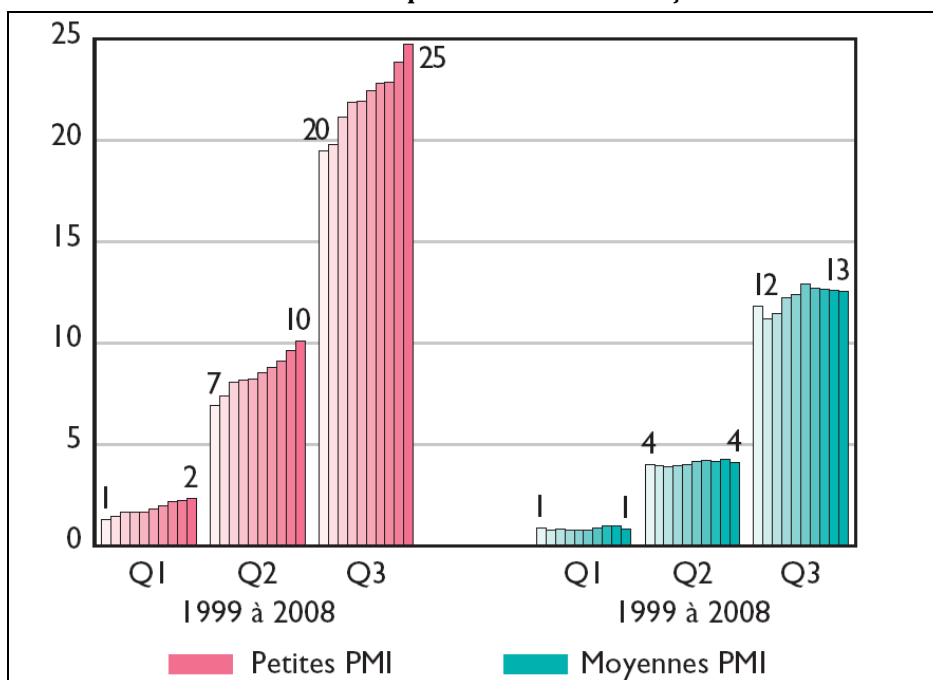
Note : Absence de données pour les petites entreprises autrichiennes, et pour les petites et moyennes entreprises néerlandaises.

- ◆ **par des liquidités plus importantes**, ce qui peut s'interpréter comme une assurance contre le risque, une faible confiance dans l'avenir ou une méfiance vis-à-vis du secteur bancaire ; par exemple, dans le cas des PMI, quel que soit le quartile considéré et la taille de l'entreprise, la part des disponibilités augmente régulièrement au sein du bilan :
 - un quart des entreprises a même un ratio de liquidités supérieur à 25 %, ce qui est considérable ;
 - toutefois, la dispersion des disponibilités est particulièrement forte pour les petites PMI.

³⁶ Pour que les données soient homogènes entre les pays européens étudiés, il a été choisi de comparer le poids des fonds propres des petites et moyennes entreprises industrielles (PMI), c'est-à-dire les PME du secteur manufacturier. En théorie, ces entreprises éprouvent, compte tenu de leur niveau de risque et de leur intensité capitalistique, plus de difficultés à se financer que les autres PME.

Annexe II

Graphique 5 : Poids moyen des disponibilités dans le total du bilan en 2008 (en %) - distribution en quartiles des PMI françaises

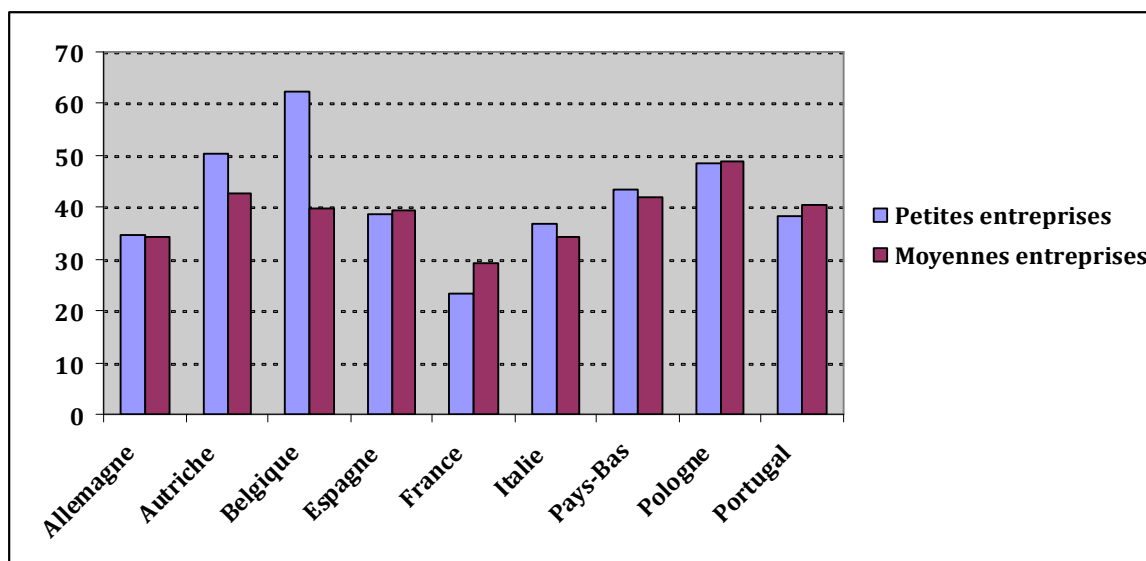


Source : Banque de France – Direction des entreprises (base BACH).

Lecture : Q1, Q2 (médiane) et Q3 sont les indicateurs statistiques de la dispersion. En 2008, un quart de la population des petites PMI a un ratio « disponibilités sur total du bilan » inférieur à 2,4 %, la moitié un ratio inférieur à 10,1 % et trois quarts de la population un ratio inférieur à 24,7 %. Le dernier quart de la population a donc un ratio supérieur à 25 %.

- ◆ **par la faiblesse du poids des actifs immobilisés dans le total du bilan**, ce qui témoigne d'une politique d'investissement assez peu dynamique (cf. graphique n° 6).

Graphique 6 : Poids des actifs immobilisés dans le total du bilan des PMI (en %)



Source : Banque de France – Direction des entreprises (base BACH).

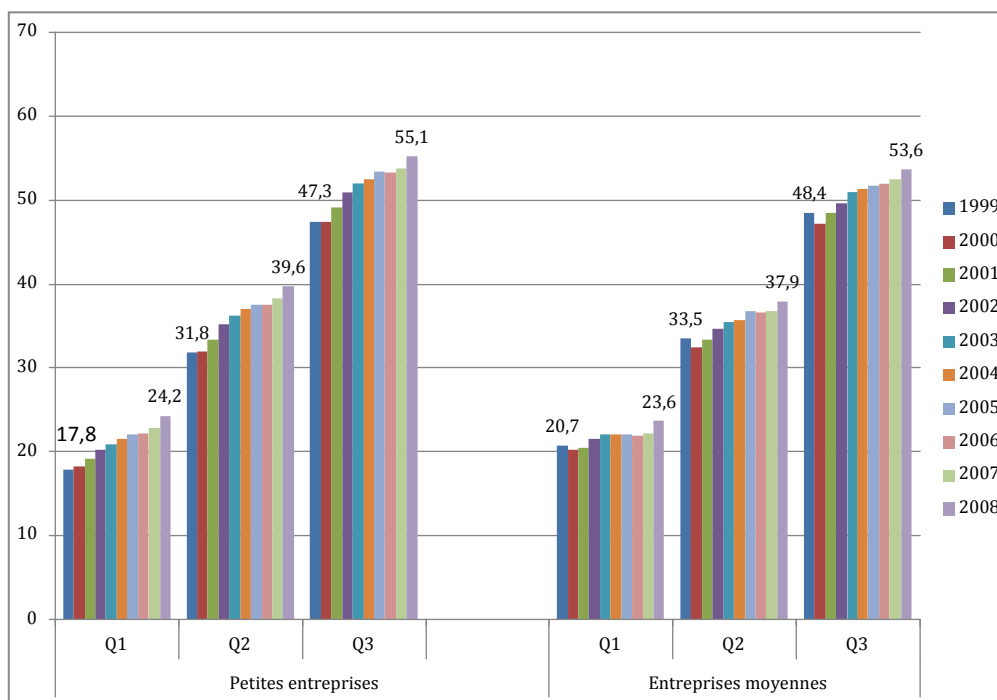
De manière globale, il semblerait donc que les PME et PMI privilégient la sécurité au détriment du risque et des investissements, ce qui pourrait à terme freiner leur développement futur.

2.3.1.2. Les PME ont vu leur niveau de fonds propres s'accroître régulièrement depuis 1999

Une étude de la Banque de France³⁷ consacrée à la situation financière des PMI³⁸ montre que **celles-ci ont vu augmenter, de manière significative, le poids de leurs fonds propres dans le total de leur bilan depuis 1999 :**

- ♦ entre 1999 et 2008, la médiane du poids moyen des capitaux propres dans le total du bilan a gagné huit points pour les plus petites PMI, passant de 31,8 % à 39,6 % ;
- ♦ pour les PMI moyennes, la médiane du même ratio a gagné cinq points, passant de 33,5 % à 37,9 %.

Graphique 7 : Poids moyen des capitaux propres dans le total du bilan en 2008 (%) - distribution en quartiles des PMI françaises



Source : Banque de France – Direction des entreprises (Base Bach)

Lecture : Q1, Q2 (médiane) et Q3 sont les indicateurs statistiques de la dispersion. En 2008, un quart de la population des petites PMI a un ratio « capitaux propres sur total du bilan » inférieur à 24,2 %, la moitié un ratio inférieur à 39,2 % et trois quarts de la population un ratio inférieur à 55,1 %. Le dernier quart de la population a donc un ratio supérieur à 55,1 %.

³⁷ J-L. Cayssials, E. Kremp, *Les PME de l'industrie manufacturière en France*, Bulletin de la Banque de France n° 180 (2^{ème} trimestre 2010).

³⁸ L'étude du cas particulier des PMI (PME du secteur manufacturier) est particulièrement éclairante ; en effet, ces entreprises sont en moyenne plus exposées à un risque de défaillance de marché que les autres PME.

2.3.1.3. Les PME et ETI fortement endettées restent peu nombreuses

Une dernière indication des besoins en fonds propres des PME et ETI peut être donnée par l'étude de leur ratio d'endettement. En effet, la Banque de France considère qu'une entreprise est viable si son ratio d'endettement financier sur fonds propres ne dépasse pas 200 %. Dès lors, les calculs faits par la Banque de France³⁹ montrent que :

- ◆ 86 % des ETI et 77,6 % des PME ont un taux d'endettement inférieur à 200 % ;
- ◆ 79 % des ETI et 72,4 % des PME ont un taux d'endettement inférieur à 150 % ;
- ◆ en montant, les besoins de fonds propres pour revenir à un niveau d'endettement inférieur aux deux seuils de 200 % et 150 % sont concentrés sur seulement 5 % des entreprises, à la fois pour les ETI et les PME.

Tableau 3 : Écart par entreprise entre le niveau de fonds propres et le niveau nécessaire pour obtenir un ratio inférieur à 200 % et à 150 % (2008)

	ETI		PME	
	Nombre	Pourcentage	Nombre	Pourcentage
Ratio >= 200 % ou Fonds propres négatifs				
Entreprises avec un taux d'endettement supérieur à 200 %	464	14	34 966	22,4
dont ratio négatif	66	2	7 345	4,7
Ratio < 200 %	2 846	86	120 996	77,6
Total	3 310	100	155 962	100
Ratio >= 150 % ou Fonds propres négatifs				
Entreprises avec un ratio d'endettement supérieur à 150 %	691	21	42 986	27,6
dont ratio négatif	66	2	7 345	4,7
Ratio < 150 %	2 619	79	112 976	72,4
Total	3 310	100	155 962	100

Source : Banque de France, Fiben, base données comptables 2008 et base liens financiers, Mise à jour novembre 2009

Note : L'étude porte sur les entreprises dont le C.A. excède 0,75 M€ ou dont l'endettement bancaire dépasse 0,38 M€ ; Sont exclus : les filiales de groupes étrangers pour les PME et les ETI, le secteur public, les associations et les sociétés de gestion d'HLM.

Certes, une telle approche présente des limites méthodologiques assez fortes :

- ◆ d'une part, elle ne fournit pas d'indication chiffrée sur le besoin global des entreprises françaises en fonds propres. En effet, parmi les entreprises ayant un ratio supérieur aux seuils d'étude, on trouve des entreprises structurellement inefficaces, pour lesquelles l'augmentation des fonds propres n'est pas une solution durable ;
- ◆ d'autre part, parmi les entreprises présentant un niveau d'endettement élevé, certaines peuvent relever de secteurs où un endettement important n'est pas problématique, compte tenu de l'existence de flux de trésorerie importants et récurrents. Dès lors, comme il est difficile de quantifier un seuil à partir duquel un besoin en fonds propres est indéniable, ce type d'approche doit être approfondi par des études sectorielles plus fines.

Toutefois, en dépit de ces limites, cette étude appuie les éléments statistiques précédents et confirme ainsi **l'idée d'une couverture globale relativement satisfaisante des besoins en fonds propres des PME et ETI françaises.**

³⁹ Banque de France (Direction des entreprises), *Fonds propres des entreprises françaises en 2008 : situation et estimation aux seuils de 150 % et de 200 %* (juin 2010).

2.3.2. Pour les entreprises les plus jeunes et les plus innovantes, la théorie économique conclut à un rationnement en fonds propres

À la lumière des analyses précédentes, il est possible de dresser les constats suivants :

- ◆ de manière générale, il n'existe pas de rationnement en fonds propres des PME françaises, y compris pour celles exerçant une activité manufacturière ;
- ◆ **cependant, compte tenu de l'aversion pour le risque des investisseurs** (reflétée par exemple par la faiblesse de l'endettement bancaire et par le poids important de la trésorerie dans le bilan des PME) **et du rôle prépondérant de l'autofinancement dans l'augmentation des fonds propres**, certaines entreprises peuvent éprouver des difficultés à couvrir leurs besoins en fonds propres :
 - **entreprises présentant un niveau de risque très important**, comme les **entreprises à forte composante technologique ou particulièrement innovantes** ;
 - **entreprises en phase d'amorçage ou d'expansion**, n'étant pas encore en situation de s'autofinancer, **présentant un fort niveau de risque (hors risque d'exploitation)**.

Pour ces deux catégories d'entreprises, **l'aide publique se justifie par conséquent pleinement**.

Ces éléments ont par ailleurs été confirmés lors des rencontres organisées par la mission avec des dirigeants de PME et de nombreux acteurs de leur financement (cf. liste des personnes rencontrées) :

- ◆ le financement du 1^{er} tour de l'amorçage, notamment technologique, a bénéficié du développement de dispositifs publics de soutien depuis 2000 (cf. annexe n° 1) ;
- ◆ **à l'inverse, pour les tours suivants (tickets de 200 000 € à 500 000 €), les entreprises peuvent rencontrer des difficultés à mobiliser des financements**, notamment dans les cas où leur intensité technologique est très marquée ; en effet, les investisseurs institutionnels (FCPR ou FCPI) privilégient pour leurs investissements des cibles ayant déjà des niveaux de chiffre d'affaires conséquents ;
- ◆ enfin, le financement des activités dont la rentabilité peut être rapide, mais dont les tickets étaient inférieurs à 1 M€, ne semble pas toujours couvert par le marché. L'apparition d'investisseurs particuliers, encouragée par la loi TEPA, a apporté, selon tous les chefs d'entreprises rencontrés, une réponse positive mais partielle à ces difficultés.

2.4. Même justifiée, l'intervention publique doit être fortement encadrée et ne pas se traduire par des effets d'aubaine

Si le principe d'un soutien public peut être justifié par la théorie économique, celui-ci doit être fortement encadré pour être correctement proportionné et économiquement efficace. L'évaluation de l'intervention publique repose sur trois critères.

En premier lieu, il convient de s'assurer que l'aide publique **ne se traduit pas par des effets d'aubaine**⁴⁰. Ceux-ci peuvent intervenir à plusieurs niveaux :

- ◆ d'une part, **l'existence d'une faille de marché doit être avérée** :

⁴⁰ Un effet d'aubaine est une déperdition de l'argent public. Il intervient dès lors qu'un acteur, bénéficiant d'un avantage visant à ce qu'il modifie son comportement, aurait eu l'intention d'agir conformément à l'objectif de la puissance publique, même si cet avantage n'avait pas été accordé.

Annexe II

- existence d'un niveau de risque et d'asymétries d'information à l'origine d'un rationnement en fonds propres ;
 - tickets d'une taille trop faible pour intéresser le marché ;
 - externalités positives résultant de l'activité des entreprises investies.
- ◆ d'autre part, **les entreprises financées par les fonds ne doivent pas bénéficier d'une autre forme d'aide publique** (subventions, tarifs régulés, achats publics etc...) ; en effet, dès lors que la puissance publique soutient un secteur ou une activité, celle-ci doit s'interroger sur la modalité la plus adaptée et la plus efficace de son intervention. De ce fait, les situations où de multiples instruments de soutien sont mobilisés sont sous-optimales.

En d'autres termes, des entreprises appartenant à des secteurs d'activité peu risqués, ou offrant une rentabilité importante garantie, n'ont pas vocation à être soutenues par les véhicules fiscaux ; le financement de ces entreprises, qui peut être assuré par le marché, est à la fois générateur de distorsions de concurrence vis-à-vis de celles ne bénéficiant pas du soutien public, mais également susceptible de se traduire par une allocation sous-optimale de l'épargne, par effet d'éviction pénalisant les entreprises véritablement concernées par les failles de marché précitées.

En second lieu, **la puissance publique doit aussi vérifier que l'avantage fiscal qu'elle instaure n'est pas capté par les intermédiaires** (sociétés de gestion et distributeurs) :

- ◆ l'avantage fiscal doit servir à compenser le risque pris par le souscripteur, en apportant une rentabilité minimale à son investissement ; il n'a pas vocation à subventionner les structures gérant de l'argent public en compensant des frais de gestion disproportionnés ;
- ◆ si ces frais visent à rémunérer la capacité de sélection des projets des fonds, ils rémunèrent également en théorie leurs apports en « actifs immatériels » aux entreprises investies (coaching, conseils, mise en réseau etc...). Afin d'évaluer la pertinence des frais de gestion, cet apport devra également être évalué.

En troisième lieu, **le dispositif doit être efficace économiquement**, ce qui emporte les conséquences suivantes :

- ◆ **le soutien public doit avoir un impact positif sur les entreprises aidées** ; cet impact peut se mesurer dans l'évolution de certains agrégats (chiffre d'affaires, emploi, rentabilité...), notamment par rapport à des entreprises comparables mais non aidées ;
- ◆ **le rendement social⁴¹ des investissements doit être dans la mesure du possible positif**, et compenser un rendement financier faible ou négatif ;
- ◆ les entreprises investies doivent être des entreprises de croissance, susceptibles de contribuer au renouvellement du tissu productif français et à une augmentation de la croissance potentielle ;
- ◆ enfin, à moyen terme, les investissements doivent être financièrement rentables⁴² ; des investissements qui seraient durablement déficitaires signifieraient en effet que la puissance publique soutient des activités non-viables économiquement, avec pour conséquence une allocation sous-optimale de l'épargne et des facteurs de production.

⁴¹ Le rendement social peut être défini comme le rendement de l'investissement pour l'ensemble de la collectivité ; il inclut donc les externalités.

⁴² Toutefois, certaines activités à forte intensité technologique (telles que les biotechnologies) peuvent nécessiter une temporalité très longue avant d'être rentables.

Annexe II

Afin d'évaluer l'efficacité et l'efficience des dispositifs fiscaux, la mission a retenu la grille d'analyse suivante :

Tableau 4 : Grille d'analyse économique des dispositifs fiscaux

Critères d'analyse		Oui	En partie	Non
Existence d'une faille de marché	Asymétries d'informations importantes entre le financeur et l'entrepreneur à l'origine d'un rationnement en fonds propres			
	Taille du ticket trop faible pour être rentable pour le marché			
	Externalités positives			
Effets d'aubaine	Faible niveau de risque			
	Existence d'autres formes d'aide publique			
Captation de l'avantage fiscal par la société de gestion	Montant excessif des frais de gestion			
	Insuffisance de l'apport d'actifs immatériels aux entreprises			
Allocation efficace de l'épargne (efficacité économique)	Impact positif de l'aide publique sur les entreprises			
	Rendement social positif			
	Financement d'entreprises à fort potentiel de croissance			
	Rentabilité finale des investissements			

Source : Mission.

3. Pour mieux répondre aux objectifs du législateur comme aux besoins des entreprises, les dispositifs fiscaux devraient être profondément recalibrés et recentrés

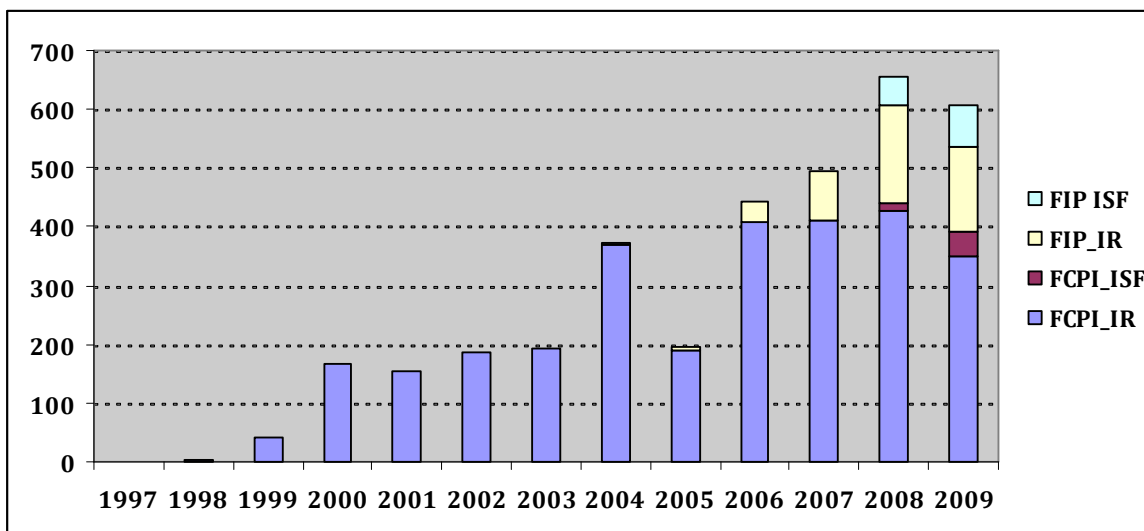
3.1. Les fonds fiscaux représentent environ un quart des fonds alloués au capital-risque et au capital-développement

De 1997, date de création des FCPI, à 2009, les fonds fiscaux ont investi 3,5 Mds€ dans les entreprises françaises, soit en moyenne près de 300 M€ par an. A la suite de la loi TEPA, votée en 2007, les montants investis ont fortement augmenté, et représentent désormais près de 600 M€ par an.

En termes de dispositifs, les FCPI-IR sont, compte tenu de leur ancienneté, les dispositifs représentant les sources de financement les plus importantes sur toute la période (2,9 Mds€).

Annexe II

Graphique 8 : Montants investis annuellement par les fonds fiscaux (M€)



Source : Mission, à partir des données AFIC et Oséo.

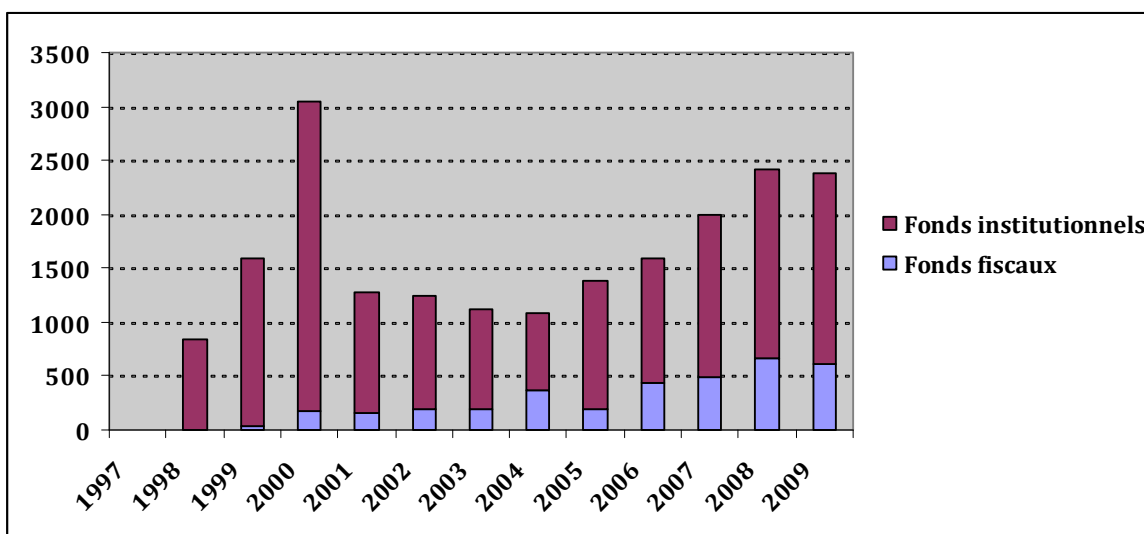
Tableau 5 : Montants investis par les fonds fiscaux (1997-2009, M€)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Total
FCPI_IR	4,3	42,6	168,5	154,2	187,0	193,0	370,0	189,7	408,5	409,5	427,2	349,5	2904,0
FCPI_ISF	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	12,8	40,8	53,6
FIP_IR	-	-	-	-	-	-	3,9	7,5	35,9	84,4	168,4	146,2	446,3
FIP_ISF	-	-	-	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	48,0	70,8	118,8
Total	4,3	42,6	168,5	154,2	187,0	193,0	373,9	197,2	444,4	493,9	656,3	607,3	3 522,7

Source : Mission, à partir des données AFIC et Oséo.

Par rapport aux fonds institutionnels présents dans les segments du capital-risque et du capital-développement, les fonds fiscaux ne représentent qu'environ 20 % des montants annuellement investis ; leur place est cependant croissante depuis 2005.

Graphique 9 : Poids des fonds fiscaux dans les investissements annuels en capital-risque et en capital-développement (M€)



Source : Mission, à partir des données AFIC et Oséo.

Annexe II

Tableau 6 : Investissements annuels des fonds institutionnels et des fonds fiscaux en capital-risque et en capital-développement (M€)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Total
Fonds fiscaux	4,3	42,6	168,5	154,2	187,0	193,0	373,9	197,2	444,4	493,9	656,3	607,3	3 522,7
Fonds institutionnels	842,7	1 547,4	2 870,5	1 126,8	1 061,0	924,0	717,1	1 178,8	1 148,6	1 493,1	1 754,7	1 777,7	16 442,3

Source : Mission, à partir des données AFIC et Oséo.

3.2. Les FCPI se sont progressivement éloignés de leur objectif initial malgré l'existence d'une pré-sélection à l'investissement établie par Oséo

3.2.1. Les travaux conduits par la mission

A la demande de la mission, la **direction générale du Trésor a procédé à une étude statistique et économétrique des entreprises investies par les FCPI**. Pour y parvenir, le Trésor s'est appuyé sur les bases de l'AFIC et d'Oséo que la mission lui a fournies, et sur les bases qui étaient à sa disposition (principalement les bases fiscales et la base R&D du ministère de la recherche). Cette étude avait deux objectifs principaux :

- ◆ d'une part, cartographier les entreprises investies, à partir des critères économiques usuels (chiffre d'affaires, effectifs, rentabilité, etc....) ;
- ◆ d'autre part, **étudier l'évolution des entreprises investies par les FCPI, notamment vis-à-vis d'entreprises proches mais non investies par des fonds fiscaux** (entreprises labellisées par Oséo ; entreprises investies par des FCPR). Pour y parvenir, la **DG Trésor a utilisé une méthode économétrique classique, dite de « matching »**⁴³.

La mission a complété les travaux statistique et économétrique du Trésor par des analyses microéconomiques visant à documenter, à partir d'échantillons extraits des bases :

- ◆ la nature et l'activité exactes des entreprises investies par les FCPI ;
- ◆ l'impact et les effets de la qualification faite par Oséo ;
- ◆ enfin, à partir de données fournies par la DGFIP, la **situation fiscale des entreprises** avant le premier investissement par un FCPI, et **notamment le respect du caractère d'indépendance fiscale**⁴⁴.

3.2.2. Les investissements des FCPI reposent pour l'essentiel sur la qualification faite par Oséo

Pour être éligible à un FCPI, une entreprise doit notamment⁴⁵ posséder un caractère innovant. Celui-ci peut se justifier de deux manières :

- ◆ **la qualification peut être établie de manière quantifiée** ; en effet, une entreprise est innovante dès lors qu'elle a réalisé, *« au cours de l'exercice précédent, des dépenses de R&D représentant au moins 15 % des charges fiscalement déductibles au titre de cet exercice ou, pour les entreprises industrielles, au moins 10 % de ces mêmes charges »*⁴⁶ ;

⁴³ La technique dite de « matching » est une méthode économétrique permettant d'évaluer l'impact d'un dispositif public pour ses bénéficiaires et, plus généralement, son efficacité. Dans le cas d'espèce, on compare les performances (en termes d'emploi, de chiffre d'affaires, de rentabilité) des entreprises ayant été investies par un FCPI, avec un groupe dit « de contrôle ». Ce groupe, qui doit bien entendu être sélectionné de manière non-biaisée, rassemble des entreprises présentant les mêmes caractéristiques générales que celles du premier groupe sans toutefois avoir été investies par un FCPI.

⁴⁴ En effet, en cas d'appartenance à un groupe, et faute d'externalités suffisantes, on peut considérer que l'entreprise investie bénéficie d'un effet d'aubaine car elle aurait pu solliciter sa maison-mère pour financer ses projets.

⁴⁵ D'autres critères sont également requis, tels qu'un nombre de salariés inférieurs à 2 000 – cf. annexe I.

⁴⁶ Article L. 214-41 du code monétaire et financier, introduit par la loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie.

Annexe II

- ◆ **elle peut également être prononcée par Oséo Innovation après expertise des directions régionales de l'opérateur.** Cette modalité de qualification est de fait particulièrement importante, puisque plus de 80 % des entreprises investies par les FCPI ont été qualifiées par Oséo, pour des montants représentant plus de 90 % des montants investis⁴⁷. De fait, la qualification exercée par Oséo est donc proche d'une pré-sélection à l'investissement pour les sociétés de gestion.

Plusieurs documents, dont des fiches descriptives⁴⁸ et une note de procédure⁴⁹, ont été établis à l'attention des directions régionales d'Oséo, afin d'homogénéiser les critères de qualification. En effet, l'opérateur attache une grande importance à cette procédure, car celle-ci lui donne une forte visibilité auprès des entreprises et des fonds d'investissement.

Encadré 6 : Instruction des qualifications d'« entreprise innovante » par Oséo

Pour être qualifiée d'« entreprise innovante », l'entreprise doit présenter de manière détaillée son projet, selon le canevas similaire à celui d'une aide à l'innovation. Son dossier doit comporter les éléments suivants :

- une fiche de demande ;
- une présentation complète de l'historique, de l'activité et des projets d'innovation de l'entreprise ; dans le cas où l'entreprise a obtenu une aide à l'innovation sous forme d'avance remboursable il y a moins de trois ans, seuls des éléments d'actualisation lui sont demandés ;
- un exemplaire à jour des statuts de la société ;
- un extrait K bis du registre du commerce ;
- le bilan et le compte de résultat du dernier exercice ;
- le plan de financement du projet, et le compte de résultat prévisionnel pour les trois prochaines années où il sera mis en œuvre ;
- le règlement d'ouverture des droits du dossier (2 631,20 €).

La direction régionale peut s'appuyer sur différents niveaux d'expertises pour mener à bien son analyse du dossier. Initialement, celle-ci repose sur le chargé de mission « innovation » qui est en charge du dossier. Outre son expertise personnelle, le chargé d'affaires dispose de l'accès à la base de recensement de tous les projets d'innovation, ce qui lui permet d'évaluer le projet par rapport à « l'état de l'art » du secteur concerné. Si le chargé d'affaires l'estime nécessaire, il peut également recourir à des expertises technico-scientifiques externes permettant d'évaluer le potentiel innovant et les perspectives globales du projet. Enfin, il peut également saisir la direction nationale de l'innovation.

La décision de qualification repose sur une triple analyse :

- d'une part, Oséo évalue le degré d'innovation de l'entreprise. Cette évaluation n'est pas absolue, mais doit tenir compte du secteur économique, et de l'état de l'art et de la concurrence ;
- d'autre part, le projet doit augmenter significativement les perspectives économiques de l'entreprise. Oséo cherche ainsi à évaluer les besoins de financement spécifique résultant du projet, et le chiffre d'affaires supplémentaire qu'il pourrait potentiellement induire ;
- enfin, le projet doit déjà avoir un certain degré de maturité.

Dans le cas où une entreprise est qualifiée comme « innovante » par Oséo, cette qualification est définitivement acquise vis-à-vis de tout FCPI ayant procédé à un investissement dans un délai de trois ans à compter de la date de décision. En revanche, au-delà de ce délai de trois ans, l'entreprise devra demander le renouvellement de sa qualification pour qu'un nouveau FCPI puisse procéder à un investissement.

Source : Oséo.

⁴⁷ Oséo, *Activité d'investissement des FCPI dans les entreprises innovantes 1997-2008*, 14 avril 2010.

⁴⁸ La qualification des entreprises innovantes pour les FCPI, direction de l'innovation, 15 décembre 2008.

⁴⁹ Note de procédure relative à la qualification par Oséo Innovation des entreprises innovantes éligibles aux fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI), 20 avril 2009.

Annexe II

Bien que l'activité de qualification d'«entreprise innovante» soit marginale, tant financièrement que quantitativement, par rapport aux autres activités du groupe Oséo, **l'établissement doit être attentif à la manière dont est menée cette procédure, compte tenu du coût important de la dépense fiscale qu'elle engendre pour l'État, et de son importance pour la compétitivité du tissu productif français.**

Par ailleurs, Oséo se fixe désormais des objectifs annuels de qualification⁵⁰, qui sont déclinés par directions régionales. De ce fait, le nombre d'entreprises qualifiées a régulièrement cru depuis 2003, et renoue désormais avec les niveaux atteints lors de la bulle internet (2000/2001).

⁵⁰ Ainsi, Oséo a pour objectif de qualifier près de 300 entreprises en 2010.

Annexe II

Tableau 7 : Nombre d'entreprises qualifiées chaque année par Oséo Innovation

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Entreprises qualifiées pour la 1 ^{ère} fois	35	118	253	288	239	194	138	117	178	180	197	209
Renouvellement de qualification	0	0	0	0	5	23	30	28	61	62	53	83
Total des qualifications	35	118	253	288	244	217	168	145	239	242	250	292

Source : Oséo.

3.2.3. Les FCPI ont investi en moyenne trois millions d'euros par entreprise depuis l'origine, principalement dans le secteur des services

Selon les données recensées par Oséo, les FCPI ont investi, entre leur lancement en 1997 et 2009, près de 3 Mds€ dans 960 entreprises. En moyenne sur la période, les entreprises ont reçu chacune, toutes sociétés de gestion et millésimes confondus, **environ 3 M€** ; pour sa part, l'investissement total moyen par entreprise et par société de gestion était de 1,9 M€.

Les FCPI pratiquent fréquemment le co-investissement avec des fonds de nature juridique différente : près de 40 % des entreprises investies par les FCPI entre 1998 et 2009 l'ont également été par des FCPR, et près de 15 % par des FIP.

Par ailleurs, si les montants reçus par les entreprises, mais également les investissements moyens annuels par entreprises des sociétés de gestion (« tickets ») se sont réduits sur la période, ils restent relativement importants : ainsi, **les montants annuels moyens reçus par entreprise par société de gestion se sont élevés à 0,9 M€ en 2009**, contre 1,6 M€ en 2002.

Annexe II

Tableau 8 : Évolution des caractéristiques générales des investissements reçus par les entreprises financées par des FCPI, tous FCPI et tous millésimes confondus (en k€)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Minimum	101,9	123,1	10,7	0,9	20,6	67,8	1,0	0,1	0,5	4,9	2,5	0,0
1 ^{er} quartile	337,3	762,3	587,7	531,7	600,0	482,5	604,9	453,0	323,0	314,0	295,3	295,7
2 ^{ème} quartile (médiane)	630,5	1 131,7	1 067,5	1 000,0	1 442,7	1 087,4	1 500,0	916,5	809,1	750,0	799,0	756,0
3 ^{ème} quartile	703,5	2 045,5	1 878,0	2 104,8	2 625,9	2 419,9	2 496,1	1 500,0	1 808,8	1 772,0	1 780,0	1 692,7
Maximum	849,1	6 723,4	7 424,5	8 168,1	9 373,1	9 022,7	12 705,3	12 624,9	32 490,1	9 668,0	10 388,9	10 443,9
Moyenne	534,9	1 520,2	1 491,3	1 454,9	1 989,1	1 739,0	1 978,4	1 193,2	1 389,4	1 271,9	1 362,1	1 275,4

Source : Mission.

Lecture : en 2009, les entreprises financées par des FCPI ont reçus, toute société de gestion et tout millésime confondu, 1 275,4 k€ d'investissement.

Tableau 9 : Évolution des « tickets » des FCPI, par entreprise et tout millésime confondu (en k€)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Minimum	101,9	123,1	10,7	0,9	20,6	67,8	1,0	0,1	0,5	1,4	2,5	0,0
1 ^{er} quartile	337,3	762,3	483,5	508,8	524,1	400,0	494,0	286,4	233,0	252,3	231,5	174,5
2 ^{ème} quartile (médiane)	630,5	996,2	1 000,0	991,3	1 000,2	915,6	1 045,7	634,4	573,0	560,0	619,2	488,0
3 ^{ème} quartile	703,5	1 447,2	1 814,0	1 791,8	2 000,0	1 842,8	1 753,0	1 076,1	1 230,5	1 208,0	1 393,5	1 297,0
Maximum	849,1	6 723,4	7 424,5	5 189,9	9 191,6	5 095,2	7 666,9	12 624,9	18 972,4	8 668,0	10 388,9	10 145,7
Moyenne	534,9	1 330,1	1 276,7	1 214,3	1 640,2	1 237,4	1 350,2	866,3	1 013,6	928,7	1 037,7	951,9

Source : Mission.

Lecture : en 2009, les sociétés de gestion ont investi en moyenne par entreprise, et tout millésime confondu, 951,9 k€.

Annexe II

En termes de typologie, les travaux de la DG Trésor montrent que les 960 entreprises investies par des FCPI entre 1998 et 2009 appartiennent, au regard de la nomenclature NES⁵¹, à 84 % au secteur des services (dont 53 % dans le « conseil et assistance ») et à 15 % seulement au secteur de l'industrie.

En outre, on observe également **une légère tendance à la diminution des investissements dans le secteur de la recherche et du développement** : ceux-ci passent par exemple de 17 % des montants pour la cohorte 2000-2002 à 13 % sur la période 1998-2009.

Tableau 10 : Principaux secteurs financés par les FCPI (1998-2009)

Les principaux secteurs financés par les FCPI				
Secteur d'activité (nomenclature NES)	1998-2009		2000-2002	
	Montant (M€)	en %	Montant (M€)	en %
Industries des équipements électriques et électroniques	115,7	5 %	15,3	3 %
Commerce de gros, intermédiaires	135,4	5 %	17,8	4 %
Commerce de détail, réparations	79,3	3 %	8,8	2 %
Activités financières	35,1	1 %	2,3	0 %
Conseils et assistance	1337,4	53 %	220,4	48 %
<i>Dont</i>				
<i>Conseil en systèmes informatiques</i>	183,9	7 %	12,2	3 %
<i>Édition de logiciels (non personnalisés)</i>	497,6	20 %	94,6	21 %
<i>Autres activités de réalisation de logiciels</i>	118,2	5 %	8,1	2 %
<i>Conseil pour les affaires et la gestion</i>	91,9	4 %	15,0	3 %
<i>Administration d'entreprises</i>	71,2	3 %	11,8	3 %
<i>Ingénierie, études techniques</i>	132,2	5 %	14,6	3 %
Recherche et développement	333,6	13 %	77,6	17 %
Autres	477,3	19 %	114,5	25 %

Source : DG Trésor.

3.2.4. L'analyse statistique et économétrique des FCPI des millésimes 2000-2002 montre que ceux-ci ont un impact socio-économique légèrement positif

La mission a étudié, en partenariat avec les services de la DG Trésor, une population de **115 entreprises qualifiées « innovantes » par Oséo et investies par des FCPI entre 2000 et 2002⁵²**. L'évolution de ces 115 entreprises investies par des FCPI a été **comparée, selon la technique économétrique de « matching » à celle d'un groupe de contrôle de 198 autres sociétés⁵³**, également labellisées innovantes par Oséo mais toutefois non investies par des FCPI. Les 115 entreprises étudiées ont reçu un montant total d'investissement jusqu'en 2007⁵⁴ de 457 M€, soit près de 4 M€ en moyenne par entreprise.

⁵¹ La nomenclature économique de synthèse (NES), adoptée par l'Insee en 1994, est une double nomenclature nationale - d'activités économiques et de produits - agrégée, pertinente pour l'analyse économique. Toutefois, cette classification ne permet pas toujours d'apprécier l'activité réelle de l'entreprise, et doit être prise avec prudence. Par exemple, de nombreuses entreprises sont classées dans la catégorie « activités des sociétés de holding ». Un travail d'enquête, à partir des registres du commerce, des publications des sociétés de gestion ou des sites internet des sociétés doit être mené pour déterminer l'activité réelle de ces entreprises. La mission a procédé à un travail d'analyse fin de l'activité réelle de toutes les entreprises investies entre 2007 et 2009, afin d'établir une cartographie précise des investissements (*cf. infra*).

⁵² Ces millésimes ont été retenus afin de bénéficier d'une profondeur historique suffisante pour pleinement apprécier l'impact macro-économique de l'investissement au sein des PME.

⁵³ Entreprises comparables sélectionnées au sein de mêmes millésimes.

⁵⁴ Dernière année de base fiscale disponible à la date de la mission.

A titre liminaire, les travaux de la DG Trésor montrent que les investissements des FCPI représentent une part déterminante des fonds propres des entreprises investies ; en effet, le montant investi entre 2000 et 2007 représente en moyenne treize fois leur capital social en 2002 (et trois fois en médiane).

Concernant la rentabilité économique⁵⁵ **des entreprises**, il doit être relevé que **pratiquement aucune des entreprises des deux groupes n'est initialement rentable**. Pour leur part, les entreprises investies par des FCPI présentent un ratio initialement plus faible que les entreprises du groupe de contrôle, ce qui peut traduire le caractère risqué des entreprises sélectionnées par les fonds, ou un potentiel de croissance plus élevé (des investissements lourds ayant été nécessaires, ce qui peut grever les résultats sur plusieurs exercices). **La progression de la rentabilité est toutefois plus forte que dans le groupe de contrôle**, avec une durée médiane comprise entre cinq et six ans pour dégager une rentabilité positive. Pour autant, **50 % des entreprises investies par des FCPI affichent encore une rentabilité négative en 2007**.

Concernant le chiffre d'affaires (CA), les entreprises investies par les FCPI ont initialement un CA plus important que celles du groupe de contrôle, et qui **croît plus rapidement**. L'investissement par un FCPI se traduit par **un surplus médian de 600 000 € de CA** sur la période 2002-2007.

Concernant la masse salariale, un écart positif lié à l'investissement par un FCPI se vérifie. **Ce surplus, statistiquement significatif, est cependant modeste** (la hausse médiane de masse salariale est comprise entre + 100 000 € et + 300 000 €, ce qui peut **s'interpréter comme la création d'un emploi environ par structure financée**).

Au total, l'impact des FCPI s'avère légèrement positif pour les entreprises investies, même si plusieurs réserves méthodologiques importantes limitent la portée de ces résultats (cf. *infra*).

Compte tenu de ces résultats modestes, deux conclusions de politique économique peuvent être tirées :

- ◆ **en premier lieu, l'impact macroéconomique des fonds fiscaux est modeste ;**
- ◆ **en second lieu, la faiblesse des créations d'emploi montre que la dépense fiscale au profit des fonds fiscaux ne peut pas être assimilée à une politique de l'emploi.**

3.2.5. Cependant, les plus récents millésimes FCPI tendent à s'éloigner des objectifs du législateur, en finançant des entreprises plus âgées et au caractère innovant moins affirmé

Les résultats de l'analyse économétrique sont nécessairement limités du fait de l'étroitesse et de l'ancienneté des millésimes concernés. En effet, deux éléments indiquent que les FCPI ont progressivement modifié leurs comportements, s'éloignant ainsi de l'esprit initial du dispositif.

En premier lieu, on constate un **accroissement régulier, depuis 2000, de l'âge moyen des entreprises investies par un FCPI** : alors que celui-ci était d'environ trois ans en 2000, il s'établit désormais à près de six ans ; inversement, l'âge des entreprises investies par les FCPR est resté stable depuis 2001, autour de quatre ans.

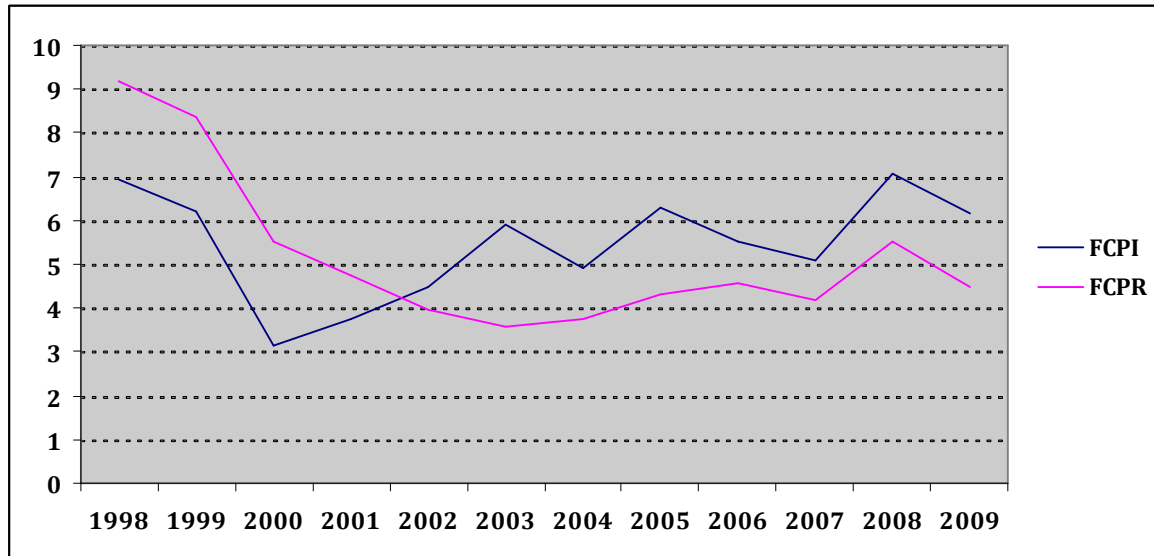
⁵⁵ Entendue ici comme le rapport du résultat d'exploitation au capital social de l'entreprise.

Annexe II

Deux facteurs non exclusifs peuvent expliquer cette évolution vers le financement de projets plus « *late stage* » :

- ◆ les FCPI financent désormais des projets **plus matures**, donc moins risqués et plus rentables ;
- ◆ les FCPI, qui lèvent beaucoup plus de fonds qu'à leurs débuts, éprouveraient des difficultés à trouver des projets nouveaux en nombre suffisant.

Graphique 10 : Age moyen des entreprises investies par un FCPI ou un FCPR



Source : Oséo Garantie.

En second lieu, la question de la pertinence des investissements des FCPI se pose pour certaines entreprises pourtant qualifiées d'« innovantes » par Oséo et investies par des FCPI.

En effet, l'analyse conduite par la mission de 365 entreprises labellisées et investies pour la première fois par des FCPI sur la période 2007-2009 suscite plusieurs interrogations au regard de l'activité de certaines entreprises. **Pour 81 d'entre elles, représentant à elles seules 147 M€ sur les 505 M€ nouveaux investissements des FCPI, la mission éprouve des interrogations réelles** (cf. tableau n° 11). De manière plus générale, l'examen de la liste des entreprises investies révèle :

- ◆ **une faible représentation des entreprises industrielles ou des entreprises à très forte intensité technologique ;**
- ◆ **la présence d'entreprises bénéficiant d'un effet d'aubaine**, tels que :
 - un cabinet de conseil a vu son activité qualifiée comme « innovante », car il a développé en interne, pour quelques dizaines de milliers d'euros, un logiciel permettant de faciliter le travail de ses consultants à l'étranger ; grâce à cette qualification, il a levé auprès de FCPI une somme supérieure à 1 M€ ;
 - plusieurs activités de service aux comités d'entreprises ont été relevées dans la liste, alors que ce type d'activité n'est manifestement pas concerné par une défaillance de marché.

Annexe II

- ◆ **la présence d'activités qui ne peuvent manifestement plus être considérées comme « innovantes » aujourd'hui⁵⁶, même si elles se rattachent aux technologies de l'information et de la communication, car elles se sont désormais banalisées :**
 - des sites de ventes privées ;
 - des activités de marketing ou de publicité sur internet ;
 - des activités d'assistance informatique pour des particuliers.

⁵⁶ A ce titre, la mission considère que le simple développement d'un nouvel algorithme informatique, ou d'une amélioration d'un progiciel de gestion, d'une activité de « e-commerce » ne sont pas des éléments suffisants permettant d'établir l'existence d'une activité innovante.

Annexe II

Tableau 11 : Sélection de nouveaux investissements des FCPI (2007-2009)

Secteurs	Investissement la 1 ^{ère} année (k€)	Poids dans le total des nouveaux investissements 2007-2009
E-commerce (vêtements, chaussures, accessoires et nourritures pour animaux domestiques, voyages, mobilier de jardin etc....)	37 635,9	7,45 %
Consulting	15 686,1	3,10 %
Vidéos sur internet	10 578,1	2,09 %
Éolien	10 136,9	2,01 %
Distributeur de musique en ligne	8 501,0	1,68 %
Logiciels	6 638,2	1,31 %
Agences de publicité et marketing interactif	6 386,5	1,26 %
Médias en ligne	5 449,0	1,08 %
Assurance automobile	4 522,3	0,90 %
Producteur de matières premières agricoles (Ukraine)	3 854,0	0,76 %
Holding	3 510,0	0,69 %
Services financiers	3 453,1	0,68 %
Production de films	3 209,7	0,64 %
Boissons gazeuses « bio »	3 000,0	0,59 %
Produits de beauté sur mesure	3 000,0	0,59 %
Location de matériel BTP	2 900,0	0,57 %
Éditeur de sites internet (généalogie, actu "people", cuisine etc...)	2 809,5	0,56 %
Ustensiles de cuisine	2 399,4	0,47 %
Conseil pour gérer le réchauffement climatique	2 131,0	0,42 %
Divers	11 132,0	2,20 %
<i>Dont</i>		
<i>Comparateurs de prix et communautés d'acheteurs en ligne</i>	1 999,8	0,40 %
<i>Services aux comités d'entreprises</i>	1 807,9	0,36 %
<i>Agence de presse</i>	1 649,0	0,33 %
<i>Équipementier motocyclique (antivol, selles, roues...)</i>	1 370,0	0,27 %
<i>Conseil en développement durable pour les gestionnaires d'immeubles</i>	799,0	0,16 %
<i>Aide à l'export</i>	700,0	0,14 %
<i>Services d'audio et de web-conférences</i>	618,0	0,12 %
<i>Mobilier de collecte de déchets</i>	600,0	0,12 %
<i>Encodage, hébergement de fichiers audio ou vidéo</i>	450,0	0,09 %
<i>Laboratoire de médecine esthétique</i>	383,0	0,08 %
<i>Constructeur de catamarans</i>	300,0	0,06 %
<i>Assistance informatique (particuliers et professionnels)</i>	209,3	0,04 %
<i>Fabrication de sauces et de condiments cuisine</i>	166,9	0,03 %
<i>Location de voitures</i>	79,1	0,02 %
Total	146 932,5	29,1 %

À la lumière de ces constats, la qualification des entreprises semble procéder d'une acception trop large de la notion d'« innovation » incluant, outre l'innovation de rupture technologique et l'innovation d'usage, une innovation « de services ». Cette conception extensive de l'innovation est susceptible d'entraîner, d'une part, la qualification d'entreprises présentant un profil global peu innovant et peu risqué et, d'autre part, des effets d'éviction lors de l'investissement par un FCPI au détriment des entreprises les plus technologiques. **Une qualification trop large risque ainsi d'aggraver la tendance des FCPI à investir dans les sociétés les moins exposées**, et justifiant par conséquent le moins une aide publique pour leur financement.

Enfin, la qualification d'« entreprise innovante » ne revêt pas partout la même dimension au sein du réseau d'Oséo, avec des divergences méthodologiques entre directions régionales.

Si le « filtre » d'Oséo dans l'identification des sociétés susceptibles d'être investies par des FCPI constitue, sur le principe, un outil pertinent, il convient cependant de **repenser en profondeur les critères du processus de qualification des entreprises réputées « innovantes »**, afin de renforcer l'efficacité de l'argent public investi via les FCPI, en excluant les effets d'aubaine résultant d'un maillage de qualification trop lâche.

Tout en incluant l'ensemble des composantes de l'innovation (technologique, d'usage, de service), il apparaît par conséquent nécessaire de **déterminer un mécanisme de qualification conduisant à un ciblage plus efficace des entreprises**.

Au total, la procédure de qualification menée par Oséo, dont les fondements datent de 1997, doit être actualisée afin :

- ◆ **d'assurer une plus grande représentation des innovations technologiques au sein des investissements des FCPI ;**
- ◆ **d'harmoniser les pratiques de qualification au sein des différentes directions régionales ;**
- ◆ **de limiter le risque d'effet d'aubaine pour les entreprises investies.**

Compte tenu du rôle central joué par Oséo dans le dispositif FCPI, la mission recommande que les tutelles de l'établissement suivent avec attention l'évolution de la procédure de qualification.

3.2.6. Les FCPR sélectionnés par CDC Entreprises répondent mieux aux failles de marché précédemment identifiées que les FCPI

A partir des données transmises par CDC Entreprises, la mission a comparé la stratégie d'investissement des FCPI avec celle des FCPR de capital-risque dans lesquels CDC Entreprises est présente aux côtés d'investisseurs institutionnels.

En tant que « fonds de fonds » de capital-risque, CDC Entreprises a investi dans **106 FCPR nationaux ou régionaux** entre 1996 et 2009. Ces FCPR ont investi un peu plus de 2,8 Mds€ dans 803 entreprises sur la période⁵⁷, soit en moyenne un financement de 3,5 M€ par entreprise (avec un ticket moyen de 680 K€ par investissement).

Concernant les caractéristiques des entreprises investies par les FCPR, on note les éléments suivants :

- ◆ la majeure partie des investissements se fait dans le secteur des services marchands (84 %, voir tableau en annexe) et plus particulièrement dans les services informatiques (31 %), ce qui est comparable avec la politique d'investissement des fonds fiscaux (FCPI et FIP) ;

⁵⁷ Dont 17 % ont été apportés par CDC Entreprises.

Annexe II

- ◆ **une forte proportion des investissements des FCPR sont tournés vers l'innovation**, sans être toujours qualifiées comme telles par Oséo (56 % des entreprises financées sont qualifiées « innovantes ») ;
- ◆ 43 % des entreprises investies sont également financées par des FCPI ;
- ◆ **les PME investies par les FCPR sont de plus petite taille que celles investies par les FCPI, tant en termes d'emploi que de chiffre d'affaires** ; ainsi :
 - les FCPR investissent dans des PME ayant 14 salariés en médiane, contre 22 salariés en médiane pour les FCPI ;
 - entre 2000 et 2007, 10 % seulement des entreprises investies par un FCPR avaient l'année du premier investissement plus de 50 salariés, contre 20 % des entreprises investies par un FCPI ;
 - les entreprises investies par un FCPR avaient, l'année du premier investissement, un chiffre d'affaires médian de 0,5 M€, contre 1,5 M€ pour les FCPI.
- ◆ si le niveau de rentabilité des entreprises investies par un FCPR ou un FCPI est comparable (80 % des entreprises ont un résultat d'exploitation négatif la première année), **le niveau de risque des entreprises investies par un FCPR est supérieur** : en effet, celles-ci ont initialement :
 - une rentabilité médiane inférieure ;
 - une capitalisation initiale deux fois plus petite.

Concernant les performances en termes d'emplois et de croissance du chiffre d'affaires des entreprises investies, les FCPR présentent de meilleurs résultats que les FCPI, même si ces résultats s'expliquent en grande partie par « l'effet taille » des investissements. En effet :

- ◆ **les PME financées par les FCPR connaissent une croissance annuelle moyenne de leur chiffre d'affaires importante**, de 26 % en médiane entre l'année du premier investissement et 2007 ; contre 22 % pour les FCPI ;
- ◆ **en termes d'emploi, ces PME connaissent une croissance moyenne annuelle des effectifs de 16 % en médiane, contre 11 % pour les FCPI**. Seulement un peu moins de 20 % des PME investies voient leur activité diminuer sur la période, tant au niveau du chiffre d'affaires dégagé que de l'emploi ;
- ◆ toutefois, les entreprises investies par les FCPI étant initialement plus grosses, **cette différence de structure explique en grande partie ces différences de résultats**. En effet, dès lors que l'on s'intéresse à l'évolution comparée entre 2002 et 2007 des entreprises financées pour la première fois par les FCPI et les FCPR, selon la méthode économétrique de « matching » utilisée ci-dessus⁵⁸, on ne peut distinguer la performance des entreprises financées par ces deux types de véhicules, tant en termes de croissance de l'emploi que du chiffre d'affaires ;
- ◆ la rentabilité économique des entreprises investies par les FCPR ne s'améliore que pour la moitié d'entre elles, traduisant le caractère risqué de ces financements (20 % des entreprises voient leur activité baisser sur la période) ;
- ◆ enfin, la croissance des investissements réalisés par des entreprises investies par des FCPR est particulièrement dynamique (l'investissement annuel médian croît d'environ 20 %).

⁵⁸ Les deux groupes sont construits comme l'ensemble des entreprises investies pour la première fois entre 1999 et 2002 par les FCPI et pas par les FCPR et, de manière opposée, l'ensemble des entreprises investies pour la première fois entre 1999 et 2002 par les FCPR et pas par les FCPI. On ne retient ensuite que les entreprises pour lesquelles on possède dans la base fiscale des données d'activité en 2002 et 2007, ce qui ramène à un échantillon de 64 % des montants du groupe initial pour les FCPI (61 entreprises sur 138) et 32 % du groupe initial pour les FCPR (60 entreprises sur 192).

Annexe II

Ainsi, il ressort de cette comparaison que les FCPR sélectionnés par CDC Entreprises répondent mieux aux failles de marché précédemment identifiées que les FCPI :

- ◆ les tickets d'investissements des FCPI sont supérieurs à ceux des FCPR ;
- ◆ les entreprises investies par les FCPR sont plus petites et plus risquées que celles investies par les FCPI ;
- ◆ enfin, les entreprises investies par les FCPR croissent plus vite que celles investies par les FCPI, même si cette différence s'explique pour l'essentiel par la taille initiale plus importante des secondes.

3.2.7. Synthèse des travaux de la mission sur les FCPI

Les différents travaux et constats de la mission peuvent être synthétisés dans le tableau suivant :

Tableau 12 : Analyse économique des FCPI

		Oui	En partie	Non
Existence d'une faille de marché	Asymétries d'informations importantes entre le financeur et l'entrepreneur à l'origine d'un rationnement en fonds propres	X		
	Taille du ticket trop faible pour être rentable pour le marché		X	
	Externalités positives	X		
Effets d'aubaine	Faible niveau de risque		X	
	Existence d'autres formes d'aide publique		X	
Captation de l'avantage fiscal par la société de gestion	Montant excessif des frais de gestion	X		
	Insuffisance de l'apport d'actifs immatériels aux entreprises		X	
Allocation efficace de l'épargne (efficacité économique)	Impact positif de l'aide publique sur les entreprises	X		
	Rendement social positif	X		
	Financement d'entreprises à fort potentiel de croissance		X	
	Rentabilité finale des investissements			X

Source : Mission.

3.3. Les FIP se sont traduits par d'importants effets d'aubaine et une médiocre couverture territoriale

3.3.1. Les travaux conduits par la mission

A partir de la base de données fournie par l'AFIC, **deux études ont été conduites en parallèle** :

- ♦ d'une part, **la DG Trésor a procédé, comme pour les FCPI, à une analyse statistique des entreprises investies par les FIP** ;
- ♦ d'autre part, **la mission a analysé de manière exhaustive l'activité réelle des 566 entreprises investies entre 2003 et 2009, afin d'évaluer la pertinence de l'affectation des investissements et l'existence d'éventuels effets d'aubaine.**

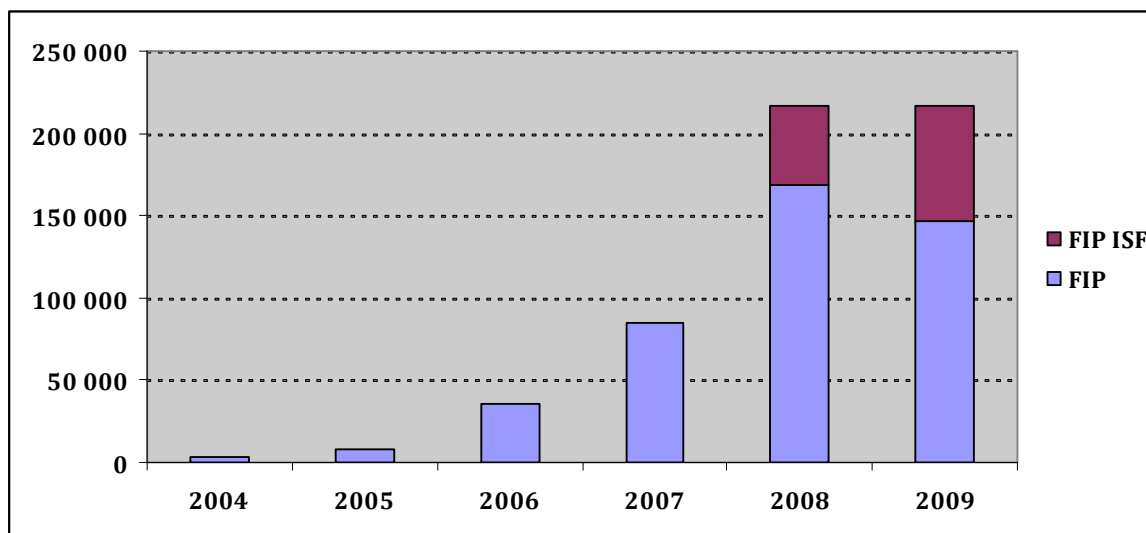
En revanche, faute de profondeur historique suffisante, la mission n'a pas pu procéder à une analyse économétrique portant sur l'évolution comparée des entreprises investies par des FIP avec une population comparable non-investie.

3.3.2. Les FIP ont connu une montée en puissance très progressive

Depuis leur création en 2003, les FIP ont réalisé près de 565,1 M€ d'investissements dans les entreprises françaises (446,3 M€ pour les FIP IR, et 118,8 M€ pour les FIP ISF), avec une moyenne annuelle de 94,2 M€. Si les investissements des deux dernières années sont sensiblement plus importants, avec un niveau supérieur à 200 M€, ils restent néanmoins modestes au niveau macroéconomique (cf. *supra*).

Le démarrage des FIP a été lent : près de quatre années ont été nécessaires pour que les investissements de ces fonds fiscaux deviennent significatifs.

Graphique 11 : Évolution des investissements annuels réalisés par les FIP (en k€)



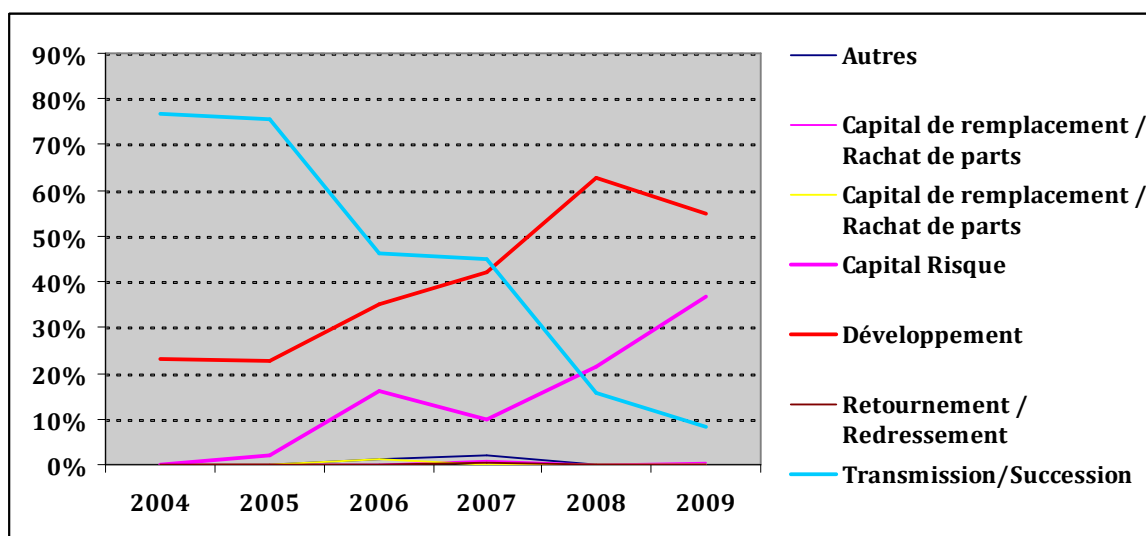
Source : AFIC.

Annexe II

Les difficultés initiales des gestionnaires de FIP à trouver des cibles adéquates se notent également dans l'évolution du type d'investissement :

- ♦ **jusqu'en 2006, les investissements des FIP ont été dominés par l'activité de capital-transmission**, notamment par le LBO⁵⁹ (près de 80 % des investissements en 2004 et 2005) ; la part de celle-ci s'est stabilisée autour de 10 % des investissements annuels depuis 2008 ;
- ♦ **les activités de capital-risque et de capital-développement sont progressivement montées en charge**, et représentent désormais respectivement près de 30 % et de 60 % des montants investis. **De fait, les FIP sont désormais centrés sur le capital-développement.**

Graphique 12 : Évolution du type d'investissement des FIP (en % du total investi)



Source : Mission, à partir des données de l'AFIC.

3.3.3. En dépit de leur montée en puissance, les FIP témoignent de réelles difficultés à répondre aux objectifs qui leur étaient assignés

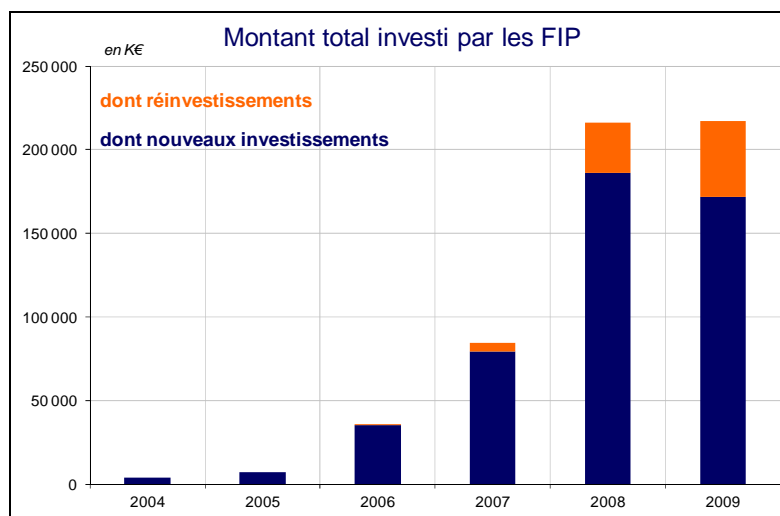
La mission a étudié les **566 PME investies par des FIP entre 2004 et 2009**, représentant un montant total investi sur la période de **565 M€** (446,3 M€ pour les FIP IR, et 118,8 M€ pour les FIP ISF), soit **une moyenne annuelle de 94,2 M€**. Les entreprises ont reçu **en moyenne, depuis l'origine, des investissements de 1 M€**, avec cependant **des montants hétérogènes** :

- ♦ 50 % des entreprises investies ont reçu un investissement total à la fin 2009 inférieur à 575 k€ ;
- ♦ *a contrario*, un peu plus de 10 % des entreprises investies ont reçu plus de 2 M€.

Depuis leur création en 2003, les FIP sont montés en puissance, pour atteindre **un investissement annuel de 217 M€ sur la période 2008-2009** (dont près de 20 % de réinvestissements), bénéficiant à près de 230 entreprises par an.

⁵⁹ Le LBO (*leverage buy out*, acquisition par emprunt) est un terme générique désignant le rachat à crédit d'une société par un fonds d'investissement, permettant ainsi de générer un fort effet de levier.

Graphique 13 : Évolution des investissements et des réinvestissements des FIP (2004-2009, en k€)



Source : Mission - DG Trésor.

Au-delà des considérations générales de montants investis, une analyse détaillée révèle que les objectifs initiaux des FIP, tant en termes d'aménagement du territoire comme de montants moyens d'investissement, n'ont globalement pas été atteints.

En premier lieu, alors que les FIP avaient été pensés comme un instrument d'aménagement du territoire, leurs investissements ont été fortement concentrés dans quelques départements de métropole :

- ◆ près de 20,3 % des entreprises investies par des FIP (représentant 30,4 % des investissements) ont leur siège social à Paris ;
- ◆ quatre régions concentrent 75,8 % des investissements⁶⁰ ; l'Île-de-France représente à elle seule 51,7 % des montants investis ;
- ◆ les dix premiers départements représentent 60,5 % des entreprises investies ;
- ◆ inversement, 24 départements, soit 25 % des départements français, ne sont pas le siège d'entreprises financées par des FIP.

⁶⁰ Les quatre régions sont : l'Île-de-France, Rhône-Alpes, Champagne-Ardenne et Midi-Pyrénées ; le poids de la région Champagne-Ardenne s'explique principalement par la concentration, dans cette région, d'entreprises du secteur éolien.

Annexe II

Graphique 14 : Localisation des investissements des FIP (2004-2009, en % des montants investis par des FIP)



Source : Mission, à partir des données de la DGFIP.

Tableau 13 : Dix principaux départements investis par des FIP

Département	Poids du département dans le total des investissements des FIP
Aube	5,5 %
Bouche du Rhône	3,3 %
Haute-Garonne	6 %
Gironde	3 %
Marne	2 %
Rhône	5 %
Paris	30 %
Yvelines	2 %

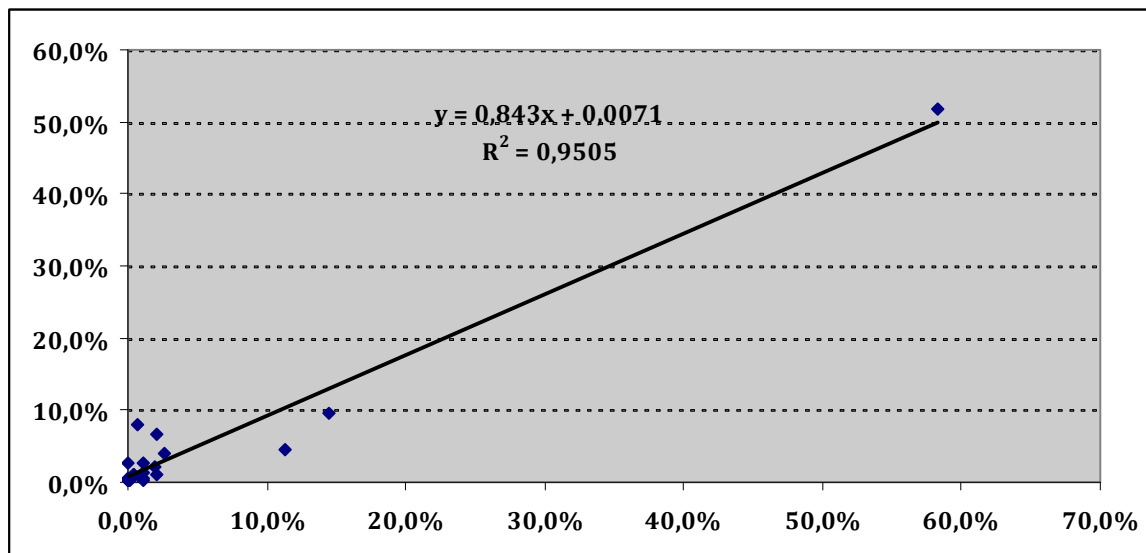
Source : Mission, à partir des données de la DGFIP.

Note : le poids de l'Aube et de la Marne s'explique principalement par la concentration des sites éoliens dans ces départements.

Annexe II

En outre, **la répartition géographique des FIP ne se distingue pas de celle des FCPI**. En effet, la répartition des FIP et des FCPI suit une droite proche de la première bissectrice du plan (coefficient de 0,84), ce qui signifie que les investissements se répartissent de manière presque équivalente sur le territoire entre les deux véhicules.

Graphique 15 : Poids respectifs des régions dans le total des FCPI et des FIP (en montants investis)



Source : Mission.

Note : Pour les FCPI, les années 2005-2009 ont été retenues ; pour les FIP, les années 2003 à 2009 (hors entreprises produisant de l'électricité éolienne ou solaire).

Lecture : Les points du graphique représentent le poids de chaque région dans le total des FCPI (en ordonnée) et des FIP (en abscisse). La répartition des FIP et des FCPI entre région montre une répartition géographique similaire entre les deux véhicules.

Le recoupement territorial des investissements des FIP avec ceux des FCPI se retrouve dans l'identité même des PME. En effet, il apparaît que **25 % des sociétés investies par des FIP sont qualifiées d'« innovantes » par Oséo**, et que **23 % sont également investies par des FCPI**.

Ainsi, les FIP sont très loin d'avoir atteint un de leurs objectifs majeurs, à savoir une couverture de l'ensemble du territoire.

En second lieu, les tickets moyens annuels sont proches de ceux des gestionnaires de FCPI (autour de 800 000 € en 2008), alors que l'objectif assigné aux FIP était de financer des petits tickets, de l'ordre de 250 000 € ; de même, les plus gros investissements réalisés par les gestionnaires des FIP sont beaucoup plus importants que ceux réalisés par les gestionnaires de FCPI (en 2009, 10,6 M€ pour les premiers, contre 10,1 M€ pour les seconds).

Au total, on constate une grande « substituabilité » entre FIP et FCPI, sans que ce doublon ne soit justifié par les objectifs du législateur, au regard des critères suivants :

- ◆ répartition géographique ;
- ◆ profil des PME investies ;
- ◆ montant du ticket moyen investi.

Ces observations sont cohérentes avec le fait que près de 90 % des gestionnaires de FIP sont des sociétés de gestion installées à Paris, également gestionnaires de FCPI.

Annexe II

Tableau 14 : Investissements reçus par les entreprises financées par des FIP (toute société de gestion et tout millésime confondus)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Minimum	60,0	62,5	23,4	5,0	3,0	4,4
1 ^{er} quartile	154,5	150,0	220,5	200,0	219,0	200,0
2 ^{ème} quartile (médiane)	203,8	250,8	349,9	460,0	636,9	513,6
3 ^{ème} quartile	299,9	400,0	508,2	801,0	1 413,2	1 000,0
Maximum	340,0	1 000,0	2 600,0	4 450,0	8 579,2	10 580,0
Moyenne	218,6	300,4	478,5	598,5	1 040,1	875,3

Source : Mission.

Tableau 15 : « Ticket » des sociétés de gestion gérant des FIP, par entreprise et tout millésime confondu

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Minimum	60,0	62,5	23,4	5,0	3,0	4,4
1 ^{er} quartile	154,5	150,0	221,3	200,0	207,7	170,8
2 ^{ème} quartile (médiane)	203,8	250,8	336,9	428,0	542,0	490,8
3 ^{ème} quartile	299,9	400,0	500,2	775,2	1 182,1	948,9
Maximum	340,0	1 000,0	2 600,0	4 450,0	8 579,2	10 580,0
Moyenne	218,6	300,4	448,6	574,1	924,5	780,9

Source : Mission.

3.3.4. Par rapport aux FCPI, les FIP investissent en moyenne dans des entreprises plus rentables, au chiffre d'affaires plus important mais possédant moins de salariés

A partir de la base de l'AFIC recensant les investissements de sociétés gérant des FIP entre 2004 et 2009, la DG Trésor a procédé, à la demande de la mission, à l'analyse statistique descriptive de leurs investissements.

Concernant les caractéristiques économiques des entreprises investies, la DG Trésor n'a pu étudier, en raison de la création récente des FIP⁶¹, que **les conditions initiales de leur premier investissement**. En croisant le profil des entreprises investies par des FIP et des FCPI entre 2004 et 2007⁶², il en ressort les points suivants :

- ◆ **rentabilité économique** : les FIP investissent en médiane dans des entreprises initialement plus rentables que celles investies par les FCPI, avec 60 % des entreprises investies présentant un ratio de rentabilité⁶³ positif dès l'année de leur premier investissement, contre seulement 35 % pour les FCPI ;
- ◆ **chiffre d'affaires (CA)** : les entreprises investies par les FIP sont initialement plus grandes en termes de chiffre d'affaires que pour les FCPI ; si les FIP investissent initialement dans des entreprises d'un chiffre d'affaire moyen équivalent aux firmes sélectionnées par les FCPI (6 M€ de CA en moyenne contre 5,6 M€ pour les FCPI), ils investissent cependant davantage dans des entreprises présentant un CA élevé ;
- ◆ **masse salariale** : *a contrario*, la masse salariale des entreprises investies par les FIP est moins élevée que celle des entreprises investies par les FCPI (1,2 M€ pour 35 salariés en moyenne contre 1,6 M€ pour 41 salariés), ce qui pourrait être lié à la nature des emplois dans les entreprises sélectionnées (plus de recherche-développement dans les FCPI et donc une qualification plus élevée des effectifs).

Concernant la typologie sectorielle des entreprises investies, la DG Trésor a pu retrouver la codification de 533 entreprises, soit près de 90 % d'entre elles⁶⁴. Si près de 80 % des montants investis par les FIP appartiennent au secteur des services marchands (contre 82 % pour les FCPI), la répartition est distincte de la répartition des entreprises investies par les FCPI :

- ◆ 15 % des montants ont été investis dans le secteur du commerce (commerce de gros, de détails et réparations), contre 8 % pour les FCPI ;
- ◆ 14,6 % dans le conseil/gestion et l'administration d'entreprises (6,5 % pour les FCPI).
- ◆ 14,5 % dans l'informatique (33 % pour les FCPI) ;
- ◆ 4 % dans les activités financières et immobilières (1,5 % pour les FCPI) ;
- ◆ 2,2 % dans la recherche & développement (13,3 % pour les FCPI).

⁶¹ Loi n°2003-721 du 1^{er} août 2003 pour l'initiative économique.

⁶² Après appariement avec la base fiscale, la population étudiée comporte 203 entreprises financées par les FIP (180 M€ d'investissement jusqu'en 2009) et 308 entreprises financées par les FCPI (1 Md€ jusqu'en 2009).

⁶³ Le ratio de rentabilité ici étudié est le résultat d'exploitation sur le capital social de l'entreprise.

⁶⁴ Ces entreprises couvrent 406 M€ d'investissement sur les 565 M€ totaux. L'appariement avec les bases fiscales (dernières données en 2007) a en effet réduit le champ d'analyse à 453 entreprises financées par les FIP (on perd notamment 30 % des entreprises financées à partir de 2008).

Annexe II

Tableau 16 : Ventilation des principaux secteurs investis par des FIP

Les principaux secteurs financés par les FIP			
Secteur d'activité (nomenclature NES)	Montant (en M€)	en %	(FCPI)
Industries des équipements électriques et électroniques	17,2	4 %	(5 %)
Commerce de gros, intermédiaires	40,7	10 %	(5 %)
Commerce de détail, réparations	21,0	5 %	(3 %)
Activités financières	17,4	4 %	(1 %)
Conseils et assistance	183,7	45 %	(53 %)
<i>Dont</i>			
<i>Conseil en systèmes informatiques</i>	15,9	4 %	(7 %)
<i>Édition de logiciels (non personnalisés)</i>	27,9	7 %	(20 %)
<i>Autres activités de réalisation de logiciels</i>	15,0	4 %	(5 %)
<i>Conseil pour les affaires et la gestion</i>	19,0	5 %	(4 %)
<i>Administration d'entreprises</i>	40,3	10 %	(3 %)
<i>Ingénierie, études techniques</i>	19,0	5 %	(5 %)
Recherche et développement	9,1	2 %	(13 %)
Autres	125,9	29 %	(20 %)

Source : Mission – DG Trésor.

3.3.5. L'étude détaillée des investissements des FIP révèle des effets d'aubaine massifs

Comme pour les FCPI, cette analyse de la DG Trésor repose sur la classification NES, qui présente de fortes limites méthodologiques (cf. *supra*). **Ces travaux ont donc été approfondis par une analyse exhaustive de l'activité réelle des entreprises investies.** Les résultats de ces investigations sont synthétisés dans le tableau suivant :

Annexe II

Tableau 17 : Investissements des FIP présentant des effets d'aubaine (2004 et 2009, k€)

Secteur	Montant (k€)	Total des investissements 2003-2009	Effet d'aubaine			
			Autres sources de financement public	Tarif régulé	Absence de risque (hors risque d'exploitation) et existence de sources alternatives de financement	Existence de sources alternatives de financement
Éolien	66842,49	11,83 %		X	X	
Consulting (gestion, SI, réduction de coûts etc...)	41544,11	7,35 %			X	
Agence de publicité et de marketing	25210,94	4,46 %			X	
Photovoltaïque (exploitation de centrales, installations de panneaux etc...)	19386,17	3,43 %		X	X	
Commerce de détail (informatique, textile, bandes dessinées, électronique, matériels de chasse, meubles, meubles de jardin, téléphone portable, répliques d'armes lumineuses, etc...)	18801,58	3,33 %				X
E-commerce (vêtements, matériel informatique, voyages, accessoires pour animaux etc...)	17863,14	3,16 %			X	
Location de matériel (location-bail, location informatique etc...)	16876,19	2,99 %			X	
Média (radios, télévisions, magazines, collecte d'abonnements)	8702,63	1,54 %				X
Prestations diverses (installations de climatisations, de matériels électriques, aménageurs de comble etc...)	8336	1,48 %			X	
Production de films /dessins animés	6739,13	1,19 %	X			X
BTP (entrepreneurs, construction de maisons)	5841,62	1,03 %				X
Gestion d'établissements médicaux ou sociaux (clinique, EPHAD, crèche...)	5018,43	0,89 %	X	X		
Immobiliers (agences immobilières, marchands de biens, sociétés d'aménagements fonciers, immobilier commercial etc...)	4910,63	0,87 %			X	
Hôtellerie	3972,49	0,70 %				X
Cosmétique (cosmétiques à base de pierres précieuses, cosmétiques "du plaisir", cosmétiques à base de champagne etc)	3940,16	0,70 %			X	

Annexe II

Secteur	Montant (k€)	Total des investissements 2003-2009	Effet d'aubaine			
			Autres sources de financement public	Tarif régulé	Absence de risque (hors risque d'exploitation) et existence de sources alternatives de financement	Existence de sources alternatives de financement
Formation professionnelle	3554	0,63 %	X		X	
Restauration (restaurant indépendant, chaîne de restauration rapide, traiteur)	3350,24	0,59 %	X		X	
Fonds de placement et gestion de fonds	3283,21	0,58 %			X	
Agences de voyage	3274,44	0,58 %			X	
Aménagement d'espaces de bureaux	3100	0,55 %			X	
Fabrique de chocolats	2099	0,37 %			X	
Télécom (gros opérateurs)	1636,8	0,29 %				X
Distribution (électricité, gadget de loisirs, jeux de société, vins et spiritueux)	1623,51	0,29 %				X
Gestion de patrimoine	1525,38	0,27 %			X	
Call centers	1376,02	0,24 %			X	
Travail temporaire	1250	0,22 %			X	
Coursier / messagerie	1080,18	0,19 %			X	
Transport par hélicoptère	1033,34	0,18 %			X	
Conseil et contrôle technique des ascenseurs	1000,52	0,18 %			X	
Divers (inférieur à 1 M€)	11022,72	1,95 %				
<i>Dont</i>						
<i>École de commerce</i>	<i>1000</i>	<i>0,18 %</i>			X	
<i>Installateur de vidéo-surveillance</i>	<i>863,82</i>	<i>0,15 %</i>			X	
<i>Internet divers (conception de sites, gestion de sites etc...)</i>	<i>799,64</i>	<i>0,14 %</i>			X	
<i>Conseil en comité d'entreprise</i>	<i>783,1</i>	<i>0,14 %</i>			X	
<i>Équipementier sportif</i>	<i>751,24</i>	<i>0,13 %</i>			X	
<i>Société de production TV de deux animateurs connus</i>	<i>717,29</i>	<i>0,13 %</i>				X

Annexe II

Secteur	Montant (k€)	Total des investissements 2003-2009	Effet d'aubaine			
			Autres sources de financement public	Tarif régulé	Absence de risque (hors risque d'exploitation) et existence de sources alternatives de financement	Existence de sources alternatives de financement
<i>Pompes funèbres</i>	565,37	0,10 %			X	
<i>Production de caviar</i>	562,5	0,10 %			X	
<i>Exploitations de carrières</i>	500	0,09 %			X	
<i>Conseil en gestion de patrimoine et défiscalisation</i>	500	0,09 %			X	
<i>Nettoyage / maintenance</i>	500	0,09 %			X	
<i>Institut de sondages</i>	476	0,08 %			X	
<i>Importateur de voitures/motos chinoises</i>	406,79	0,07 %				X
<i>Rachat de crédit immobilier, à la consommation, surendettement</i>	400	0,07 %			X	
<i>Coffrets cadeaux</i>	400	0,07 %			X	
<i>Location de voitures</i>	313	0,06 %			X	
<i>Centres de fitness</i>	300	0,05 %			X	
<i>Garage / accessoires pour tuning moto</i>	250	0,04 %			X	
<i>Instituts de minceur</i>	250	0,04 %			X	
<i>Société d'économie mixte immobilière d'une grande ville française</i>	230	0,04 %	X			
<i>Coiffure</i>	223,9688	0,04 %			X	
<i>Parc d'attraction</i>	150	0,03 %			X	
<i>Gestion d'installations sportives</i>	80	0,01 %	X		X	
Total	294195,1	52,1 %				

Source : Mission.

En premier lieu, le secteur des énergies renouvelables, et plus particulièrement la production d'électricité d'origine éolienne, représente près de 15 % des investissements des FIP entre 2004 et 2009 ; or, plusieurs éléments doivent être relevés :

- ♦ **il s'agit d'un secteur déjà largement subventionné et bénéficiant de garanties de rachat de l'électricité produite par la puissance publique sur longue période ; il n'existe donc aucun risque** en cas d'investissement dans ce secteur ;
- ♦ **de même, il n'existe aucune faille de marché justifiant un soutien de l'État aux investisseurs du secteur.** En effet, les acteurs privés interviennent sur ce marché, parfois même avec des sociétés de gestion de FIP⁶⁵.

En second lieu, les sociétés de gestion ont également investi de manière importante dans des structures exerçant **des activités de conseil aux entreprises** (7,4 % du total des investissements), mais également de conseils aux particuliers (1,0 % des investissements) ; celles-ci sont en général des sociétés financières, exerçant parfois une activité de gérant de fonds. La mission considère :

- ♦ que ces sociétés n'éprouvent pas, de manière générale, de difficultés à financer leurs besoins en fonds propres ;
- ♦ que leur contribution à l'aménagement du territoire, et leurs retombées en termes d'emplois, ne peuvent être qu'assez faibles.

Enfin, un groupe disparate d'activités suscite également des interrogations sur la justification de leur investissement par des FIP et par là même du soutien de leur développement par des fonds publics. Si les montants concernés sont, individuellement, relativement faibles⁶⁶, ils représentent, de manière agrégée, près de 42 % du total des investissements. Il peut s'agir :

- ♦ **d'entreprises bénéficiant de tarifs régulés et d'autres dispositifs de soutien public** (production cinématographique, construction de crèches, de cliniques, de maisons de retraites etc.) ;
- ♦ **d'entreprises exerçant une activité dans des secteurs traditionnels**, où l'existence de défaillance de marché n'est pas établie et où aucune difficulté à lever des fonds propres n'est relevée (hôtellerie/camping, salons de coiffure, restauration rapide etc.) ;
- ♦ **d'entreprises dont l'apport au bien-être collectif est plus discutable** (garages spécialisés dans le tuning de motocycles, société de restructuration des crédits immobiliers ou à la consommation etc.).

Au total, l'examen du portefeuille des gestionnaires de FIP montre que 52,1 % de ceux-ci sur la période 2004-2009 présentent de forts effets d'aubaine, ne justifiant pas par conséquent l'avantage fiscal dont ils bénéficient.

En dernier lieu, selon les données fournies à la mission par la DGFIP, **13,6 % des entreprises investies par des FIP relèvent d'un régime d'intégration fiscale**, soit en tant que « mère » (7,6 % des entreprises), soit en tant que « fille » (6,0 % d'entre elles) ; **pour ces entreprises, la mission considère également qu'il existe des sources de financement alternatives aux FIP, que ce soit au sein de leur groupe ou auprès du système bancaire** : là encore, l'intervention d'un apport en capital par l'État ne trouve pas de justification **en l'absence d'externalité positive manifeste.**

⁶⁵ La mission a ainsi pu constater que certaines sociétés développant des projets éoliens étaient détenues à parité par des FIP et des entreprises cotées au CAC 40.

⁶⁶ Les secteurs concernés ont reçus moins de 5 M€, soit moins de 1 % des investissements de la période 2004-2009.

3.3.6. Contrairement aux FIP, les sociétés régionales de capital-développement investies par la Caisse des dépôts investissent les PME de croissance sur tout le territoire

Sur la base des données transmises par CDC Entreprises, la mission a analysé, avec l'appui de la DG Trésor et de la DGFIP, sa stratégie d'investissement de proximité, afin de la comparer avec celle des FIP.

En effet, en tant que « fonds de fonds », CDC Entreprises a investi dans **70 structures régionales** de capital investissement (SCR et fonds), parmi lesquelles **52 sont également investies par des collectivités locales**. Ces fonds régionaux gèrent environ 1 Md€, dont 22⁶⁷ % apportés par la CDC. Depuis 2005, les structures régionales cofinancées par CDC Entreprises investissent en moyenne 120 M€ par an.

Tableau 18 : Montants annuels investis par les véhicules régionaux dans lesquels CDC Entreprises détient une participation (en M€)

	2005	2006	2007	2008	2009
Montants investis	96,09	123,53	137,89	130,90	114,78

Source : CDC Entreprises.

Concernant les caractéristiques économiques des entreprises investies, il ressort de l'analyse du Trésor les points suivants :

- ◆ les SCR ont investi un peu plus de 842 M€ dans plus de 3 000 entreprises entre 1982 et 2009 soit **en moyenne un financement de 278 K€ par entreprise** (232 K€ en moyenne pour le 1^{er} investissement) ;
- ◆ l'investissement des SCR dans les entreprises s'est développé à la fin des années 90 : entre 2006 et 2007, les SCR ont investi un peu plus de 70 M€ par an dans de nouvelles entreprises ;
- ◆ **les investissements des SCR se révèlent distincts de ceux des fonds fiscaux** : seules 4 % des entreprises investies l'ont été également sur la période par des FIP, et 5 % par des FCPI ;
- ◆ **10 % seulement des entreprises investies ont été qualifiées « innovantes » par Oséo** ;
- ◆ comme pour les fonds fiscaux (FIP, FCPI), la majeure partie des investissements se fait dans le secteur des services marchands (84 %). Un cinquième des investissements totaux⁶⁸ se sont portés vers la recherche et développement (contre 13,3 % pour les FCPI et 2,2 % pour les FIP), tandis que le financement du secteur des services informatiques s'est révélé plus faible en proportion (9 % contre 38 % pour les FCPI et 20 % pour les FIP).

Si l'on compare les investissements des SCR avec les FIP, on constate que :

- ◆ **les SCR investissent dans des petites PME (5 salariés en médiane) tandis que les FIP sélectionnent des entreprises d'une taille initiale plus importante** (11 salariés en médiane). Ainsi, entre 2004 et 2007, 35 % des entreprises financées par les FIP avaient, l'année du premier investissement, plus de 25 salariés, contre 15 % pour les entreprises financées par les SCR ;
- ◆ **les entreprises financées par les FIP sont également plus importantes en termes de chiffre d'affaires**, à 1,7 M€ en médiane contre 0,3 M€ pour les SCR ;

⁶⁷ Toutefois, cette proportion n'inclut pas les investissements indirects de CDC Entreprises, via ses fonds de fonds.

⁶⁸ L'échantillon étudié ici, pour lesquelles les données sectorielles ont pu être identifiées, porte sur un ensemble de 2 400 entreprises sur les 3 025 entreprises de la base d'étude. Il couvre un montant d'investissement de 700 M€ sur les 824 M€ investis au total.

Annexe II

- ◆ 65 % des PME financées par les SCR dégagent initialement un résultat d'exploitation négatif contre 45 % pour les FIP, **ce qui correspond à une activité plus risquée de la part des SCR, davantage orientée vers des entreprises jeunes et en amorçage** ;
- ◆ les PME financées par les SCR connaissent une croissance annuelle moyenne de leur activité importante entre l'année du premier investissement et 2007, de 14 % en médiane⁶⁹, quoique en deçà de la croissance des entreprises financées par les FCPI ou les FCPR (respectivement en croissance annuelle moyenne de 22 % et 26 % sur la période⁷⁰) ;
- ◆ en termes d'emploi, ces PME connaissent une croissance moyenne annuelle des effectifs de 7 % en médiane (contre 11 % et 16 % pour les FCPI et FCPR sur la période) ;
- ◆ entre 15 % et 20 % des PME investies voient leur activité diminuer sur la période, ces chiffres sont comparables à ceux observés pour les autres dispositifs.

Enfin, **concernant la localisation géographique des investissements des investissements des 70 SCR régionales cofinancées par CDC Entreprises, la répartition sur le territoire est plus équilibrée que celle des FIP**⁷¹ :

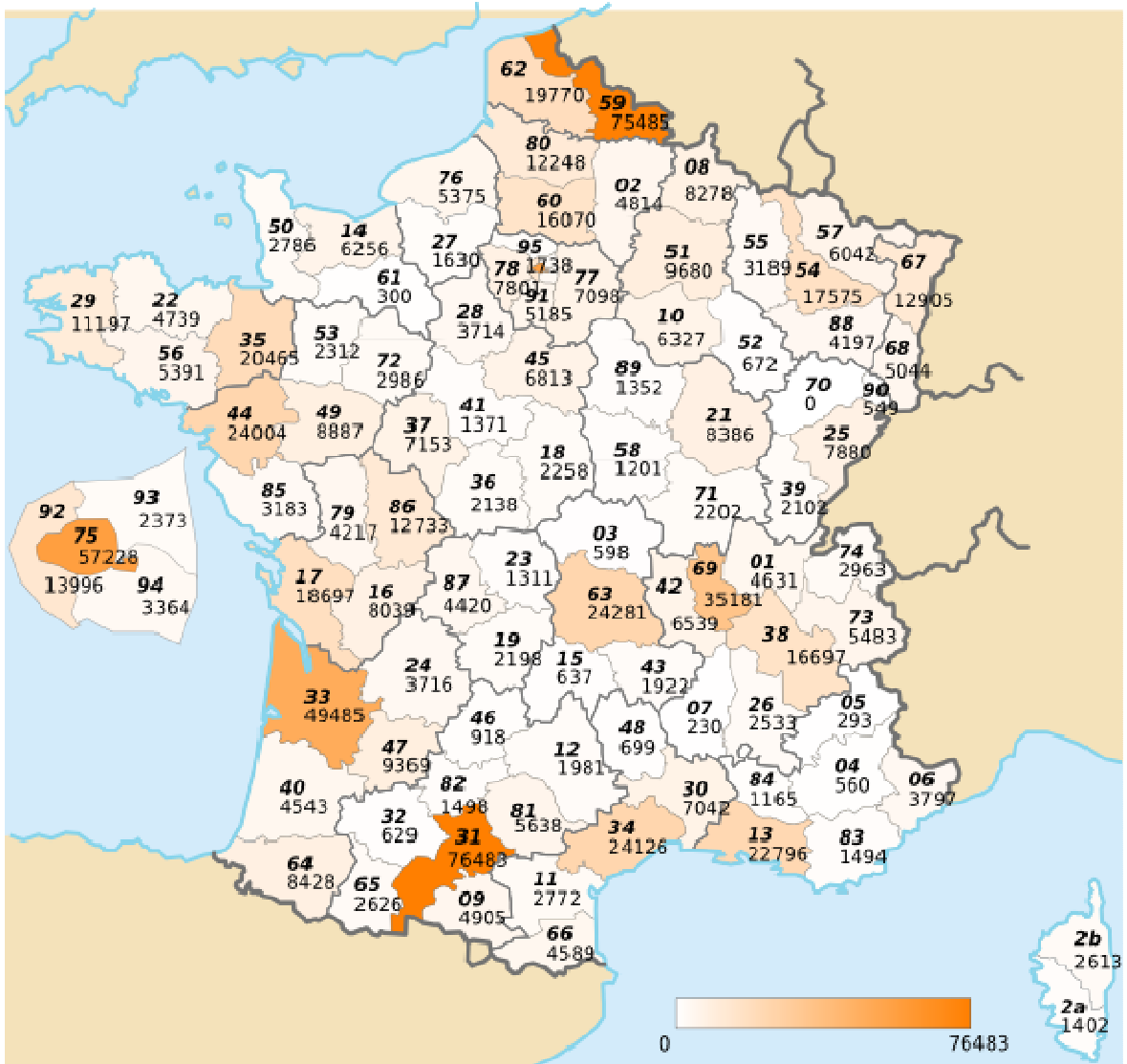
- ◆ 50,6 % des investissements réalisés entre 1998 et 2009 sont localisés dans cinq régions :
 - 11,4 % des investissements sont localisés en Île-de-France ;
 - 11 % dans le Nord-Pas-de-Calais ;
 - 10,9 % en Midi-Pyrénées ;
 - 8,7 % en Aquitaine ;
 - 8,6 % en Rhône-alpes.
- ◆ A un niveau plus fin, 69 % des investissements sont localisés dans 24 départements, parmi lesquels plus spécifiquement :
 - la Haute Garonne, pour 8,8 % des montants ;
 - le Nord, pour 8,7 % des montants ;
 - Paris, pour 6,6 % des montants ;
 - la Gironde, pour 5,7 % des montants ;
 - les Bouches du Rhône, pour 4,1 % des montants.

⁶⁹ Les données d'activité portant ici sur les entreprises financées par les SCR, les FCPI et les FCPR entre 2000 et 2007 ont été obtenues sur un échantillon représentant respectivement 73 %, 83 % et 85 % des montants reçus par l'ensemble de ces entreprises (65 %, 81 % et 71 % en termes de nombre d'entreprises).

⁷⁰ Cette comparaison est cependant à prendre avec précaution : les entreprises dans chaque échantillon ne sont pas nécessairement financées pendant la même période (l'effet du cycle peut jouer alors sur le chiffre agrégé de taux de croissance annuel moyen).

⁷¹ La mission a effectué un travail de localisation des entreprises investies avec l'aide du bureau GF3C de la DGFIP. Sur un total de 3 238 entreprises investies, 2 750 ont pu être localisées, représentant un total d'investissement de 866,9 M€ depuis 1998.

Graphique 16 : Répartition des investissements réalisés par les structures régionales de capital-investissement soutenues par CDC Entreprises (M€, 1998-2009)



Source : Mission, sur la base des données de CDC Entreprises. Traitement effectué par GF3C.

Au total, il ressort de ces investigations les points suivants :

- ◆ deux instruments différents (les SCR régionales et les FIP) concourent aux mêmes objectifs, sans que cela ne soit justifié ;
- ◆ les entreprises investies par les SCR régionales sont distinctes des entreprises investies par des fonds fiscaux (FCPI, FIP) ;
- ◆ les SCR régionales sont, davantage que les FIP, centrées sur les entreprises jeunes et en amorçage ;
- ◆ la répartition géographique des investissements des SCR est bien plus équilibrée que celle des FIP.

Ainsi, les SCR régionales ont mieux rempli les objectifs assignés aux FIP que les FIP eux-mêmes.

3.3.7. Synthèse des travaux de la mission sur les FIP

Au total, les investigations de la mission concernant les FIP peuvent être synthétisées dans le tableau suivant :

Tableau 19 : Analyse économique des FIP

		Oui	En partie	Non
Existence d'une faille de marché	Asymétries d'informations importantes entre le financeur et l'entrepreneur à l'origine d'un rationnement en fonds propres			X
	Taille du ticket trop faible pour être rentable pour le marché			X
	Externalités positives			X
Effets d'aubaine	Faible niveau de risque	X		
	Existence d'autres formes d'aide publique		X	
Captation de l'avantage fiscal par la société de gestion	Montant excessif des frais de gestion	X		
	Insuffisance de l'apport d'actifs immatériels aux entreprises		X	
Allocation efficace de l'épargne (efficacité économique)	Impact positif de l'aide publique sur les entreprises		X	
	Rendement social positif	NC	NC	NC
	Financement d'entreprises à fort potentiel de croissance			X
	Rentabilité finale des investissements			X

Source : Mission.

3.4. A condition d'être profondément recentrées et ciblées, les holdings peuvent devenir une structure clef de financement pour l'investissement de proximité et le réseau des « *business angels* »

3.4.1. Les travaux conduits par la mission

Compte tenu de leur création récente et du faible degré d'encadrement de leur activité (cf. annexe 1), l'analyse des holdings se révèle plus complexe que celle des FIP et FCPI.

La mission est néanmoins parvenue à obtenir, de la part de plusieurs holdings, la liste détaillée de tous leurs investissements. Elle a alors étudié, en partenariat avec les services de la DG Trésor, une population de **250 entreprises** (dont 220 identifiées par un SIREN) **investies par des holdings ISF-PME.** Cette étude apporte des éléments quantitatifs sur les investissements réalisés, ainsi que sur la pertinence des secteurs ciblés. Toutefois, en l'absence d'une profondeur historique suffisante, il n'a pas été possible de mesurer l'efficacité économique de ces investissements par rapport à une population comparable.

3.4.2. L'étude d'une partie des investissements des holdings révèle des particularités fortes par rapport aux fonds fiscaux, ainsi que des pratiques très hétérogènes d'une structure à l'autre

Entre 2008 et la mi-2010, les holdings étudiés par la mission ont investi près de 243,3 M€ dans 250 entreprises. Si 14 % de ces entreprises sont labellisées comme innovantes par Oséo, 7 % ont également été investies par des FIP et 6 % par des FCPI.

La mission a principalement étudié **les investissements des holdings en 2009**⁷², période pour laquelle les données collectées apparaissent comme les plus représentatives du marché.

Concernant le ticket d'investissement, les holdings peuvent remplir un rôle de financement de tickets risqués, de montants petits et moyens, se situant entre l'intervention des *business angels* et celle des FCPI, à savoir **entre 200 000 € et 1 M€.**

Concernant la rentabilité économique, les entreprises investies par les holdings en 2009 ont initialement une rentabilité⁷³ **proche de celle observée sur les investissements des FCPI.** Leur rentabilité médiane est négative (-0,28), comme pour les FCPI (-0,05), et sensiblement inférieure à celle des entreprises financées par les FIP (0,36).

Concernant le chiffre d'affaires, les entreprises financées par les holdings sont plus petites que celles financées par les FCPI ou les FIP, avec un CA moyen de 4,1 M€, contre respectivement 5,7 M€ et 9,2 M€ pour les FCPI et les FIP.

Concernant la masse salariale et l'emploi, les entreprises investies sont également plus petites :

- ◆ leur masse salariale médiane de 0,9 M€, contre 1,4 M€ pour les entreprises investies par les FIP ou les FCPI ;
- ◆ elles possèdent un niveau d'emploi médian de 25 salariés, contre respectivement 61 et 33 salariés pour les FCPI et les FIP.

⁷² Les données récoltées par l'IGF auprès des holdings ne sont pas exhaustives, et présentent donc de fait un biais de sélection. Ainsi, pour les investissements réalisés entre 2008 et 2010, seules les entreprises financées par les plus gros acteurs du marché sont disponibles et ne sont pas représentatives du comportement de financement de l'ensemble des holdings (adoption d'une charte de bonnes pratiques en 2009).

⁷³ Seule la rentabilité économique initiale des entreprises investies par des holdings peut être documentée, faute d'une profondeur historique suffisante.

Annexe II

Enfin, la typologie des secteurs investis en 2009 montre que la répartition sectorielle des investissements **concerne pour partie une activité à composante technologique**, pour un risque médian relativement élevé, proche de la cible des FCPI. 25 % des entreprises investies par les holdings en 2009 et dont on dispose de données d'activité en 2007 ont d'ailleurs également été investies par un FCPI, contre 11 % pour les investissements 2008-2010.

Les entreprises financées par les holdings en 2009⁷⁴ relèvent ainsi de secteurs très divers :

- ◆ **19 % dans l'informatique**, contre près de 32 % pour les FCPI ;
- ◆ **15 % dans l'ingénierie et les études techniques** (5 % pour les FCPI) ;
- ◆ 7,4 % dans le conseil/gestion et l'administration d'entreprises, contre 6,5 % pour les FCPI ;
- ◆ 6 % des montants investis dans le secteur du commerce (commerce de gros, de détails et réparations), contre 8 % pour les FCPI ;
- ◆ 4 % dans les activités financières et immobilières (1,5 % pour les FCPI) ;
- ◆ 4 % dans la recherche & développement (13 % pour les FCPI).

Tableau 20 : Croisement des secteurs investis par les FCPI, FIP et holdings (2009)

Secteur d'activité (nomenclature NES)	FCPI (en M€)	FCPI (en %)	FIP (en M€)	FIP (en %)	Holdings 2009 ⁷⁵ (en M€)	Holdings 2009 (en %)
Industries des équipements électriques et électroniques	115,7	4,6 %	17,2	4,2 %	2,2	3,3 %
Commerce de gros, intermédiaires	135,4	5,4 %	40,7	10,0 %	3,0	4,5 %
Commerce de détail, réparations	79,3	3,2 %	21,0	5,2 %	0,9	1,4 %
Activités financières	35,1	1,4 %	17,4	4,3 %	0,3	0,5 %
Conseils et assistance	1 337,4	53,2 %	183,7	45,3 %	30,7	46,2 %
dont conseils en systèmes informatiques	183,9	7,3 %	15,9	3,9 %	1,6	2,4 %
dont édition de logiciels	497,6	19,8 %	27,9	6,9 %	8,8	13,2 %
dont autres activités de réalisation de logiciels	118,2	4,7 %	15,0	3,7 %	2,3	3,5 %
dont conseils pour les affaires et la gestion	91,9	3,7 %	19,0	4,7 %	4,0	6,0 %
dont administration d'entreprises	71,2	2,8 %	40,3	9,9 %	0,9	1,4 %
dont ingénierie et études techniques	132,2	5,3 %	19,0	4,7 %	10,1	15,2 %
Recherche et développement	333,6	13,3 %	9,1	2,2 %	2,9	4,4 %
Santé, action sociale	0,7	0,0 %	2,6	0,6 %	10,3	15,6 %
Autres	471,3	18,7 %	114,2	28,1 %	16,1	24,3 %

Source : Mission – DG Trésor.

⁷⁴ L'appariement avec les bases fiscales (dernières données en 2007) réduit le champ d'analyse à 72 entreprises financées par les holdings en 2009 sur les 145 observations récoltées par l'IGF, soit 66 M€ d'investissement sur les 123,6 M€ totaux. La non-exhaustivité des données récoltées et le faible nombre d'entreprises identifiées dans les données fiscales doivent conduire à considérer ces résultats avec prudence.

⁷⁵ Pour mémoire, l'analyse des pratiques d'investissement se concentre pour les holdings sur l'année 2009, considérée comme la plus représentative au regard des données collectées par la mission.

Annexe II

Au final, le croisement des secteurs d'investissement des trois véhicules fiscaux FCPI, FIP et holdings met en lumière des investissements des holdings plus prononcés dans les secteurs de l'édition de logiciels (13 %) et de l'ingénierie et des études techniques (15 %), **avec une composante technologique dans le même esprit que les FCPI** (environ 20 % des entreprises investies en 2009 ont par ailleurs été qualifiées d'innovantes par Oséo).

La nature des investissements des holdings ISF-PME en 2009 présente toutefois une certaine spécificité, avec 16 % des investissements dans des services non marchands du secteur de la santé et de l'action sociale (crèches, laboratoires d'analyse médicale).

3.4.3. Synthèse des travaux de la mission sur les holdings

En raison des fortes disparités entre holdings, il n'est pas aisé de procéder à la synthèse de l'analyse économique conduite par la mission.

Compte tenu de ces résultats très hétérogènes, obtenus alors que les holdings ne sont aujourd'hui ni régulées ni ciblées, cette structure d'investissement présente indiscutablement un fort potentiel (cf. annexe n° 4), à condition d'être réorientée.

Tableau 21 : Analyse économique des holdings ISF

		Oui	En partie	Non
Existence d'une faille de marché	Asymétries d'informations importantes entre le financeur et l'entrepreneur à l'origine d'un rationnement en fonds propres	X		
	Taille du ticket trop faible pour être rentable pour le marché		X	
	Externalités positives		X	
Effets d'aubaine	Faible niveau de risque		X	
	Existence d'autres formes d'aide publique		X	
Captation de l'avantage fiscal par la société de gestion	Montant excessif des frais de gestion	X		
	Insuffisance de l'apport d'actifs immatériels aux entreprises		X	
Allocation efficace de l'épargne (efficacité économique)	Impact positif de l'aide publique sur les entreprises	NC	NC	NC
	Rendement social positif	NC	NC	NC
	Financement d'entreprises à fort potentiel de croissance		X	
	Rentabilité finale des investissements	NC	NC	NC

Source : Mission.

3.5. L'accompagnement en conseil et en expertise des entreprises investies par les sociétés de gestion reste très hétérogène

Outre la sélection du risque et l'évaluation des projets, **les frais de gestion prélevés par les sociétés de gestion visent aussi à rémunérer leurs apports en « actifs immatériels » aux entreprises qu'elles investissent** (conseils financiers, conseils en stratégie, coaching, mise en réseaux etc....).

Or, la mission a pu constater la difficulté à documenter l'apport réel des fonds de capital-investissement aux entreprises investies :

- ◆ les sociétés de gestion considèrent toutes que leur rôle va au-delà d'un simple financement des entreprises cibles, et qu'elles sont l'un des éléments essentiels de création de valeur ;
- ◆ **inversement, les entrepreneurs rencontrés par la mission jugent, dans leur grande majorité, que le rôle des sociétés de gestion est, dans le meilleur des cas, limité à celui de financeur et, dans le pire des cas, contreproductif** dès lors qu'elles s'immiscent dans leur gestion.

Afin d'objectiver la situation, la mission a choisi de **retenir comme seuls indicateurs mesurant l'accompagnement des fonds les ratios rapportant le nombre d'entreprises en portefeuille** et le nombre de nouvelles entreprises en portefeuille **au nombre d'investisseurs de chaque société de gestion.**

Certes, ces ratios, qui sont bâtis sur la base des données détenues par l'AFIC, présentent plusieurs limites :

- ◆ ils n'apportent pas d'information sur la qualité du suivi de chaque investisseur, mais uniquement sur le temps disponible de chaque investisseur ;
- ◆ ils sont bâtis à partir des données déclaratives, et non homogénéisées, de l'AFIC ;
- ◆ elles ne permettent pas de distinguer les « performances » réciproques des différents véhicules (FCPR, FCPI, FIP etc....). En effet, la plupart des sociétés de gestion disposent de plusieurs types de véhicule, et les données ne sont pas suffisamment précises pour distinguer les moyens alloués à chaque catégorie.

Néanmoins, la mission considère que ces indicateurs sont pertinents car ils apportent une indication utile sur le temps que chaque société de gestion décide de consacrer *ex ante* à ses différents investissements.

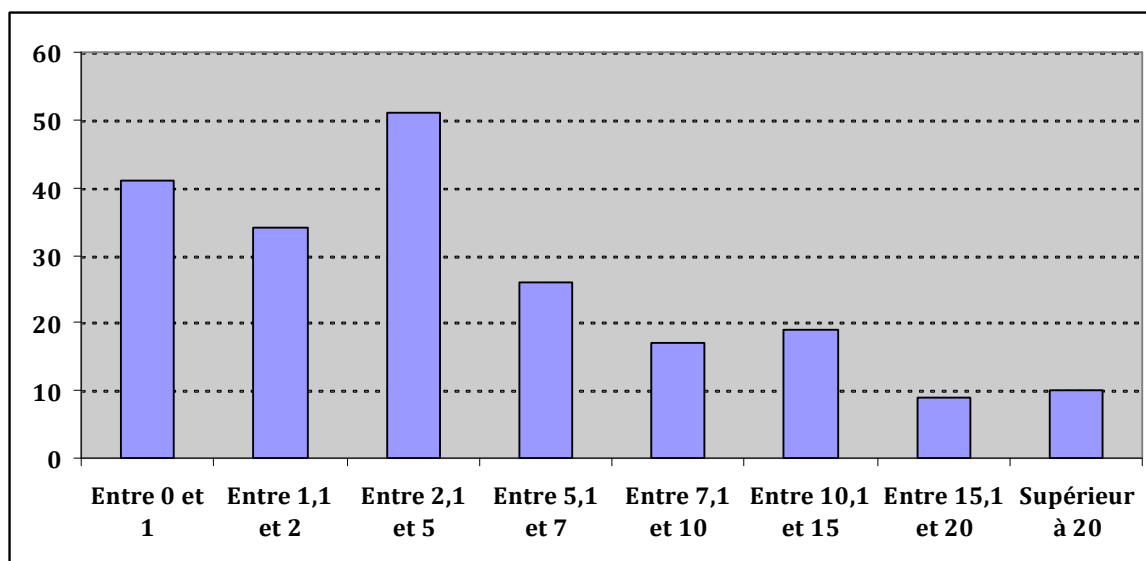
En moyenne, les chiffres de l'AFIC montrent **que la plupart des sociétés de gestion ont un nombre d'entreprises par investisseurs compris entre 2,1 et 7** ; ces chiffres sont cohérents avec ce qui est considéré au sein du secteur comme une « norme » vertueuse (cinq entreprises par investisseur).

Toutefois, les sociétés de gestion ont des pratiques très hétérogènes :

- ◆ près de 75 sociétés de gestion sur 206 ont un nombre d'entreprises en portefeuille par investisseurs inférieur à 2, ce qui témoigne d'une faible concentration du secteur et de l'existence de très nombreuses sociétés de gestion de petite taille ;
- ◆ **38 sociétés de gestion ont un nombre d'entreprises par investisseur supérieur à 10**, soulevant des interrogations sur la capacité des investisseurs à accompagner dans les faits chaque entreprise.

Annexe II

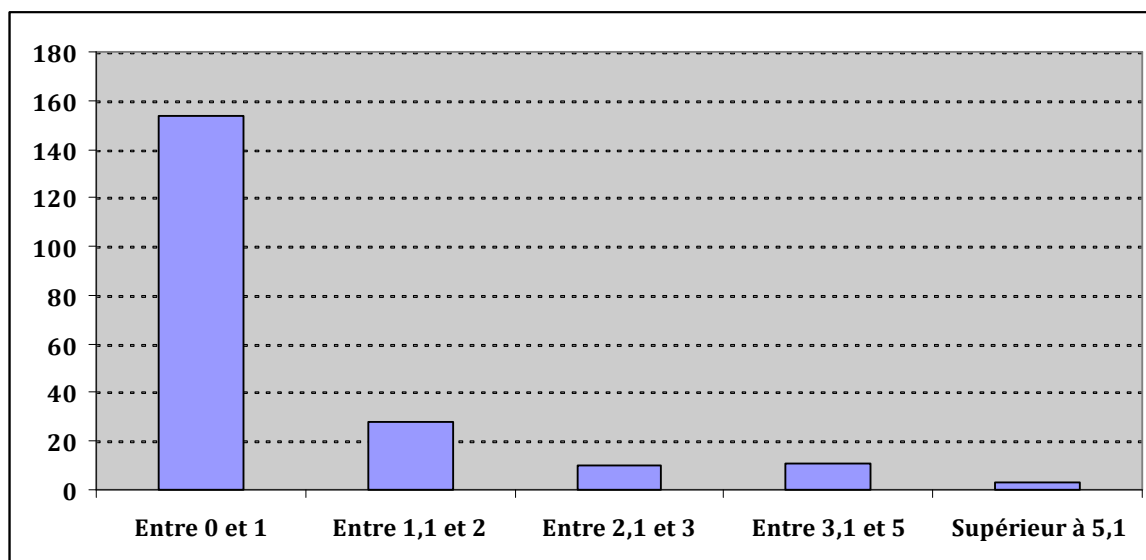
Graphique 17 : Nombre moyen d'entreprises gérées par investisseurs et par sociétés de gestion (2009)



Source : Mission, à partir des données de l'AFIC.

En termes de nouveaux investissements, **la plupart des sociétés de gestion voient leurs investisseurs accepter un nouveau dossier par an**, ce qui est également conforme à la « norme » vertueuse du secteur. Inversement, **quatorze sociétés de gestion ont un accroissement annuel moyen du portefeuille de leurs investisseurs supérieur à trois entreprises**. De telles augmentations sont *a priori* incompatibles avec un suivi personnalisé et actif.

Graphique 18 : Nombre moyen d'entreprises nouvellement en portefeuille, par investisseurs et par sociétés de gestion (2009)



Source : Mission, à partir des données de l'AFIC.

Au final, les pratiques des sociétés de gestion s'avèrent, conformément aux retours des chefs de PME rencontrés dans le cadre de la mission, très hétérogènes. Près de treize ans après leur création, les fonds fiscaux ne sont pas tous encore en situation d'apporter aux entreprises investies une expertise et une fonction d'aide à la gestion pourtant potentiellement déterminante dans leur croissance.

ANNEXE III

Évaluation des dispositifs fiscaux pour leurs souscripteurs

SOMMAIRE

1. EN DEPIT D'UN AVANTAGE FISCAL CONSEQUENT, LES FCPI ET LES FIP SONT DES PRODUITS D'EPARGNE STRUCTURELLEMENT NON-RENTABLES.....	2
1.1. L'appréciation de la rentabilité du capital-investissement se heurte à plusieurs problèmes méthodologiques.....	2
1.2. La mission a procédé à plusieurs niveaux de simulations permettant d'apprécier la performance financière des FCPI-IR et des FIP-IR.....	6
1.3. Les FCPI-IR se caractérisent par une rentabilité financière négative et très hétérogène, même après intégration de l'avantage fiscal.....	8
1.3.1. <i>Les premières générations de FCPI se sont en moyenne traduites par une destruction de valeur proche de 20 %</i>	8
1.3.2. <i>La performance des FCPI lancés entre 2003 et 2005 reste négative, même si les résultats varient fortement en fonction des sociétés de gestion</i>	13
1.4. En moyenne, les FIP-IR ne dégagent pas de rentabilité, même si leur niveau de risque est inférieur à celui des FCPI.....	19
1.4.1. <i>Si la performance hors avantage fiscal des FIP 2003-2006 est proche de zéro, la nature des investissements réalisés pourrait la faire baisser fortement</i>	19
1.4.2. <i>Pour le souscripteur, le rendement apparent des FIP 2003-2006 ne s'explique que par l'existence d'un avantage fiscal</i>	22
1.5. Les performances financières des véhicules fiscaux contrastent avec la forte rentabilité des sociétés de gestion.....	25
2. LES SOUSCRIPTEURS DE FONDS FISCAUX IR PRENNENT UN RISQUE RELATIVEMENT IMPORTANT AU REGARD DE LEUR SITUATION PATRIMONIALE.....	27
2.1. Les souscripteurs de fonds fiscaux IR ont un patrimoine et des revenus qui les rattachent aux catégories socioprofessionnelles intermédiaires.....	29
2.1.1. <i>Revenu fiscal de référence des souscripteurs</i>	29
2.1.2. <i>Valeur du patrimoine des souscripteurs</i>	32
2.1.3. <i>Nature dominante des revenus des souscripteurs</i>	36
2.2. Les bénéficiaires de niches ISF sont principalement localisés en Île-de-France.....	38
2.3. Si la plupart des bénéficiaires de niches ont un âge compris entre 40 ans et 69 ans, les investisseurs directs IR sont <i>a contrario</i> particulièrement jeunes.....	42
2.4. Les souscripteurs de fonds fiscaux ne répètent pas leurs investissements dans le temps, ce qui est particulièrement risqué.....	44
2.5. La participation à des fonds fiscaux intervient alors que d'autres produits d'épargne en actions, bénéficiant également d'un avantage fiscal, sont moins risqués pour le souscripteur.....	45
2.6. Les avantages fiscaux pour les fonds IR apparaissent comme surcalibrés pour une proportion significative de souscripteurs.....	48
2.7. En les incitant à se comporter en investisseurs non avisés et à s'exposer à des pertes importantes, les avantages fiscaux actuels ne prennent pas suffisamment en compte les intérêts des contribuables.....	49

Annexe III

Plusieurs études récentes, conduites notamment par l'Association française des investisseurs en capital (AFIC), concluent à **une non-rentabilité du capital-risque¹ sur les dix dernières années². En effet, à l'exception de l'année 2003, le taux de rendement interne (TRI) des différents millésimes à la fin 2008 est compris entre -10,1 % et -2,8 %.**

Tableau 1 : Taux de rentabilité interne (TRI) net du capital-risque français par millésime à la fin 2007 et à la fin 2008 (%)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
TRI net à la fin 2007	-4,7 %	-4,8 %	-3,9 %	-0,5 %	+1,9 %	-2,9 %	-2,1 %	-5,7 %
TRI net à la fin 2008	-6,6 %	-4,0 %	-6,7 %	-4,6 %	+3,7 %	-2,8 %	-3,5 %	-10,1 %

Source : AFIC.

Si ces études ont le mérite d'apporter une indication claire sur la performance financière de l'industrie française du capital-risque, elles présentent néanmoins plusieurs limites :

- ◆ **en premier lieu, elles ne distinguent pas la rentabilité selon la nature des véhicules** ; or, rien n'indique que la rentabilité des véhicules fiscaux destinés aux particuliers tels que les FCPI (fonds communs de placement dans l'innovation) soit identique, en moyenne, à celle des véhicules juridiques comme les FCPR (fonds communs de placement à risque), qui sont pour leur part majoritairement financés par des institutionnels. En outre, le surplus de rentabilité induit par un avantage fiscal conséquent n'est par construction pas pris en compte dans ce type d'études ;
- ◆ **en second lieu, ces études reposent sur la définition du capital-risque de l'AFIC** : à partir des déclarations d'une société de gestion sur le caractère principal de ses activités, l'association classe celle-ci dans l'une de ses catégories. Dès lors, un fonds qui réaliserait principalement des activités de capital-risque mais qui serait également actif sur le segment du capital-développement verrait la performance financière de l'ensemble de ses activités comptabilisée en capital-risque ;
- ◆ en troisième lieu, elles ne permettent pas d'apprécier la performance des véhicules fiscaux centrés sur le capital-développement, comme les FIP (fonds d'investissement de proximité) ou des véhicules mixtes tels que les holdings ISF³ ;
- ◆ enfin, le critère retenu pour la rentabilité des investissements est celui du taux de rentabilité interne (TRI), complexe à calculer et peu compréhensible pour un investisseur particulier.

La présente annexe complète les travaux précités en retenant les principes suivants :

- ◆ la rentabilité est étudiée **du point de vue des souscripteurs particuliers**, c'est-à-dire par véhicules fiscaux et par millésime ;
- ◆ le critère retenu pour mesurer la rentabilité est celui **de l'évolution de la valeur liquidative** ; bien que simple, ce critère est bien celui qui est utilisé par le souscripteur particulier pour évaluer *ex post* son investissement ;

¹ Pour l'AFIC, le capital-risque correspond aux activités de capital-investissement spécialisées dans les entreprises en création ou au premier stade de leur développement.

² Par exemple, voir AFIC, *Capital Risque : Activité 2009, performance nette 2008 et impact économique et social 2008*, Mai 2010.

³ Toutefois, ces dernières ont été créées trop récemment pour que l'étude de leur rentabilité financière soit pertinente.

Annexe III

- ◆ l'étude de la rentabilité doit être la plus complète possible :
 - elle doit notamment décrire l'évolution de la valeur liquidative depuis l'origine, ainsi que l'évolution annuelle de celle-ci ;
 - elle doit être appréciée hors avantage fiscal, puis après intégration de celui-ci, afin de mesurer son impact.
- ◆ elle doit également apprécier la performance financière des fonds à l'aune des caractéristiques du capital-investissement, et de leur niveau de risque :
 - **la comparaison de la performance des fonds fiscaux avec l'évolution d'un indice boursier (par exemple le CAC 40) n'a pas de sens économiquement⁴ ;**
 - la prise de risque importante doit se traduire par une espérance élevée de rendement.
- ◆ enfin, elle doit être complétée par un descriptif du profil du souscripteur, afin d'apprécier la pertinence du niveau de risque porté par ce dernier.

1. En dépit d'un avantage fiscal conséquent, les FCPI et les FIP sont des produits d'épargne structurellement non-rentables

1.1. L'appréciation de la rentabilité du capital-investissement se heurte à plusieurs problèmes méthodologiques

L'étude de la rentabilité des activités de capital-investissement soulève des difficultés méthodologiques de quatre ordres.

Tout d'abord, la formation de la rentabilité dans le capital-investissement résulte d'un processus non-linéaire, qui s'apparente à une « courbe en J ». En effet, un investissement dans un fonds de capital-investissement se traduit dans un premier temps par une destruction de valeur, mesurée par une baisse de la valeur liquidative des parts du souscripteur :

- ◆ dès la souscription réalisée, la valeur liquidative d'une part **baisse en raison des frais de souscription et de distribution** ;
- ◆ les premières années se traduisent par une baisse très marquée de la valeur liquidative : outre le prélèvement des frais de gestion, le fonds mobilise une partie de la liquidité pour étudier les dossiers et rémunérer les gestionnaires, pour des montants généralement supérieurs aux produits du placement de la liquidité ;
- ◆ **à mi-parcours** (généralement au bout de cinq ans), la rentabilité est supposée se redresser si les investissements de la société de gestion ont été pertinents ;

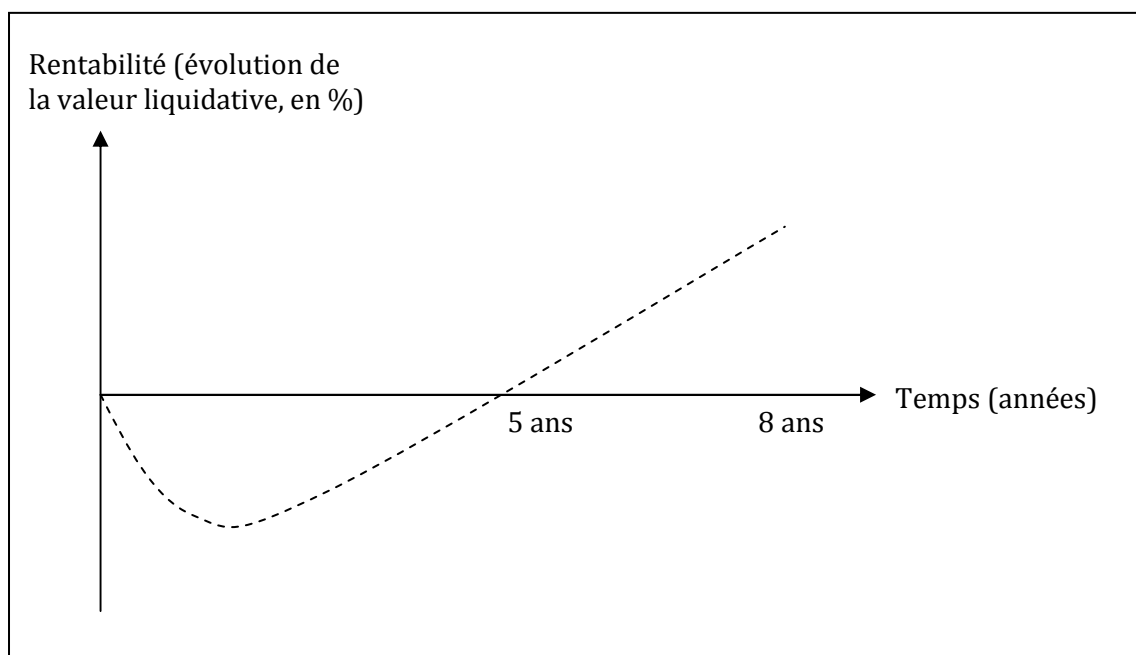
⁴ Le calcul de la performance d'un investissement repose pour l'essentiel sur trois données : la valeur d'achat du titre, la valeur de vente, et les cash-flows intermédiaires générés par le titre. De ce fait, quelle que soit la nature de l'investissement (capital-risque ou action cotée), un achat réalisé en pleine bulle financière et une vente en pleine crise se traduisent par une performance financière négative.

A partir de l'évolution des indices boursiers entre 2000 et 2009, il pourrait être tentant de comparer la rentabilité des investissements en titres cotés avec celle du capital-risque. Or, ce type d'approche n'a aucun sens, pour une raison fondamentale : une perte attachée à un titre coté reste virtuelle tant que l'investisseur n'a pas vendu celui-ci ; or, pour le capital-risque, la détention des titres est, par construction, limitée dans le temps. En d'autres termes, il est possible, pour un détenteur de titre coté, de conserver son titre jusqu'à ce qu'il dégage une rentabilité satisfaisante. En revanche, pour le souscripteur d'un fonds d'investissement, une fois que la perte est réalisée, elle est définitive.

Annexe III

- ◆ **en fin de vie du fonds**, la rentabilité se stabilise au fur et à mesure que la société de gestion liquide ses investissements. La performance des fonds dépend d'ailleurs en grande partie des conditions de formation de la valorisation finale des investissements, et notamment de l'existence d'un marché liquide et profond ; par exemple, l'existence d'un marché financier organisé, actif et spécialisé pour les petites entreprises à forte intensité technologique est une condition favorable à la rentabilité du capital-risque, car il permet aux fonds de valoriser leur portefeuille en élargissant leur cercle d'acquéreurs potentiels au-delà des industriels et des autres fonds de capital-investissement.

Graphique 1 : Évolution théorique de la valeur d'un investissement dans un fonds de capital-investissement



Source : Mission.

De plus, la valorisation du portefeuille d'un fonds n'est qu'estimative tant que celui-ci n'a pas été liquidé :

- ◆ la valorisation des sociétés du portefeuille est particulièrement complexe, notamment dans le cas où ces sociétés sont jeunes, non encore rentables et à forte intensité technologique ou immatérielle ; même si la valeur liquidative d'un fonds, qui est calculée chaque trimestre, est validée par un commissaire aux comptes, **celle-ci ne peut être qu'indicative ;**
- ◆ **l'essentiel de la création de valeur intervient lors du désinvestissement du fonds.** Or, celui-ci peut intervenir dans des conditions macroéconomiques très défavorables, notamment pour la valorisation des entreprises. Dès lors, un fonds qui présentait une performance satisfaisante pendant ses dernières années peut néanmoins voir cette dernière diminuer au moment de sa liquidation.

Par ailleurs, les informations permettant d'apprécier la performance des gestionnaires sont difficilement disponibles :

- ◆ la base GECO, tenue par l'AMF (Autorité des marchés financiers), présente plusieurs limites :
 - d'une part, ses informations sont lacunaires : en effet, la mission a pu constater, en consultant la base, qu'elle ne fournissait pas d'informations exhaustives sur l'évolution historique de la valeur liquidative des fonds et que, pour certains fonds, celle-ci n'était pas régulièrement mise à jour ;
 - d'autre part, cette base est peu ergonomique, et n'est pas adaptée à une consultation du grand public .
- ◆ certains sites internet⁵, qui offrent des informations sur la valeur liquidative des fonds, s'appuient sur des données déclaratives, et pas toujours exhaustives.

Par conséquent, si le souscripteur sait que son investissement dans un fonds fiscal est risqué⁶, il ne lui est **pas possible de mesurer avec précision son degré d'exposition au risque.**

Enfin, la rentabilité d'un fonds de capital-investissement est très marquée par la date de souscription (effet millésime ou « vintage ») :

- ◆ en 2002, les FCPI ont appelé 17,6 % de leurs investissements en garantie pour redressement ou liquidation judiciaire, contre 25,3 % pour les FCPR (cf. graphique n° 2) ;
- ◆ en 2002, les FCPI ont appelé 16,1 % de leurs investissements en garantie pour cession avec moins-values, contre 5,4 % pour les FCPR (cf. graphique n° 3).

En d'autres termes, les performances de deux fonds successifs d'une même société de gestion peuvent diverger dans des proportions importantes, sans qu'il soit possible pour le souscripteur de l'anticiper. Plusieurs facteurs expliquent **cette volatilité des performances financières** :

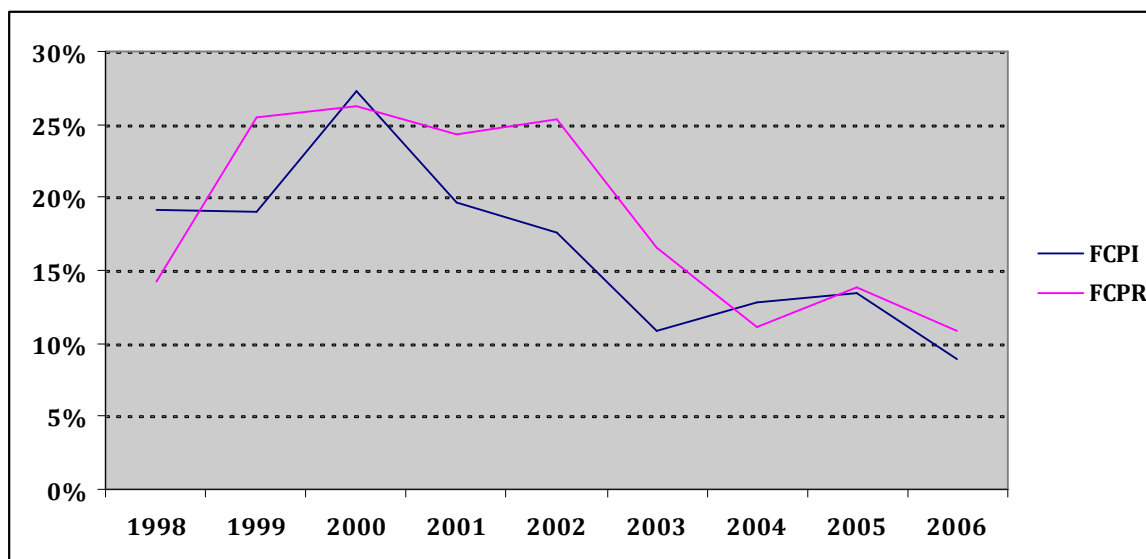
- ◆ **en premier lieu, l'activité de capital-investissement est fortement pro-cyclique.** Le mimétisme des gestionnaires de fonds est empiriquement assez marqué, ce qui se traduit par des investissements concomitants dans les mêmes secteurs d'activité, comme en 1999/2001 dans le secteur des technologies de l'information et de la communication. Il en résulte des phases où les prix d'achat se révèlent trop élevés, et où les décisions d'investissement ne sont pas toujours avisées, pénalisant ainsi la performance financière des fonds ;
- ◆ **en second lieu, les fonds sont très sensibles à la conjoncture économique :**
 - en période de crise, le taux de sinistralité des entreprises augmente nécessairement ; ce phénomène touche également le capital-investissement, notamment les segments du capital-risque et du capital-développement, qui financent des entreprises généralement plus jeunes et moins solides ;
 - **en outre, les fonds sont particulièrement sensibles au cycle financier.** En effet, la valorisation des entreprises a tendance à diminuer en période de crise, avec pour conséquence d'affecter la rentabilité des fonds ; ce phénomène est particulièrement marqué pour les entreprises cotées sur un marché organisé.

⁵ Par exemple boursorama.fr, ou fip-et-fcpi.com.

⁶ Une mise en garde, imposée par l'AMF, figure par exemple sur les prospectus des produits.

Annexe III

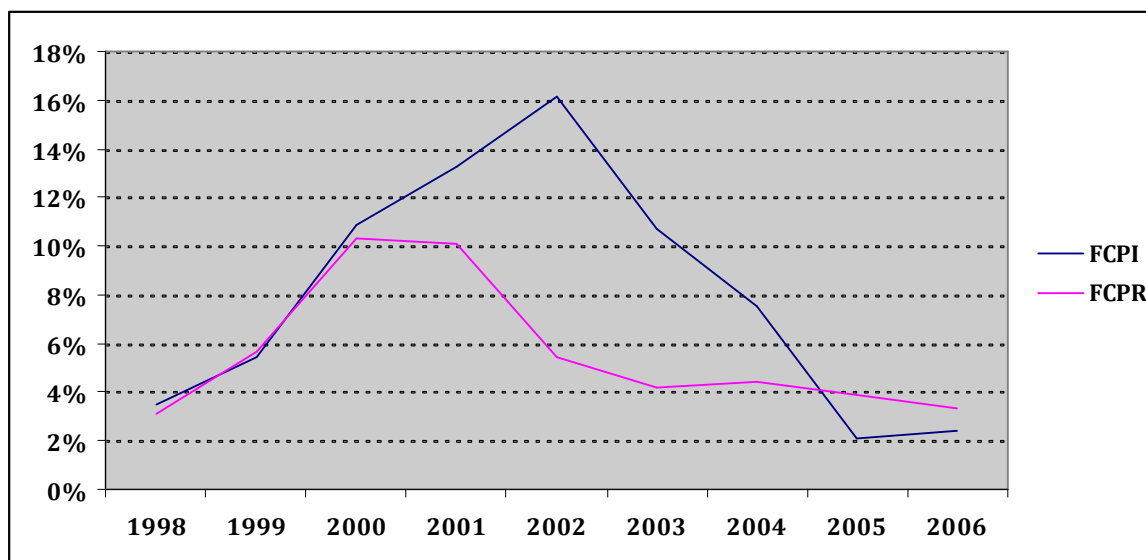
Graphique 2 : Évolution de la « sinistralité⁷ » des FCPI et des FCPR par millésime – redressement ou liquidation judiciaire/amiable (1998-2006)



Source : Oséo Garantie.

Note : Après 2006, les données ne sont pas assez anciennes pour être significatives.

Graphique 3 : Évolution de la « sinistralité » des FCPI et des FCPR par millésime – cessions avec moins-values



Source : Oséo Garantie.

Note : Après 2006, les données ne sont pas assez anciennes pour être significatives.

⁷ Le taux de sinistralité mesure ici le montant de contentieux, suite à des redressements ou liquidations judiciaires, des concours autorisés au titre d'une génération donnée rapporté au montant garanti d'origine au titre de cette même génération.

Au total, il apparaît que seule l'étude des fonds clôturés⁸ donne une indication réelle et définitive sur la performance financière de ces véhicules ; toutefois, pour des fonds d'une maturité supérieure à quatre - voire cinq ans pour les véhicules de capital-risque, les valeurs liquidatives (VL) en cours sont une bonne indication des rentabilités financières à venir. Par conséquent, il a été possible d'étudier la performance financière des fonds suivants :

- ◆ **les premières générations de FCPI (1997 à 2000)**, grâce à l'existence de données fiables par une étude récente de l'Autorité des marchés financiers (AMF) ;
- ◆ **les premières générations de FIP (2003 à 2006)**, pour lesquels la mission dispose des valeurs liquidatives d'origine et de la fin de l'année 2009 ;
- ◆ **les FCPI lancés entre 2003 et 2005.**

En revanche, la mission n'a pas pu procéder à l'étude des fonds suivants :

- ◆ les FCPI 2001 et 2002 ; en effet, ces fonds sont, pour la plupart d'entre eux, en phase de liquidation, ce qui se traduit par le versement de produits de cession à leurs souscripteurs ; comme ces versements ne sont pas recensés, la seule étude de l'évolution des valeurs liquidatives ne permet pas d'apprécier leur rentabilité intrinsèque ;
- ◆ les FCPI d'un millésime postérieur à 2006 et les FIP d'un millésime postérieur à 2007. En effet, ces fonds sont trop récents pour que l'étude de leur valeur liquidative soit réellement pertinente ;
- ◆ enfin, les holdings ISF, ainsi que les véhicules fiscaux ISF, qui ont tous été lancés après 2007.

1.2. La mission a procédé à plusieurs niveaux de simulations permettant d'apprécier la performance financière des FCPI-IR et des FIP-IR

Pour étudier la rentabilité financière des FCPI et des FIP pour leurs souscripteurs, la mission a procédé, sur la base des données GECO de l'AMF et des déclarations des sociétés de gestion à différents sites internet spécialisés⁹, à plusieurs niveaux de simulations :

- ◆ **dans un premier temps, la performance « depuis l'origine » a été calculée.** Il s'agit ici de mesurer l'évolution de la valeur liquidative des parts souscrites, en calculant l'écart entre les première et dernière valeurs liquidatives connues¹⁰. Cette mesure permet de prendre en compte l'impact des frais de gestion dans la performance du véhicule : en effet, ceux-ci s'imputent mécaniquement sur la trésorerie du fonds, réduisant ainsi d'autant sa valeur liquidative ;
- ◆ **dans un second temps, cette performance financière « depuis l'origine » a été annualisée**, afin de mesurer le gain (ou la perte) annuelle de la valeur de chaque part. Ce type de simulations permet par exemple de comparer la performance des véhicules fiscaux avec celle d'un actif sans risque.

⁸ L'AMF a indiqué à la mission ne pas connaître le nombre de fonds clôturés.

⁹ En absence de données complètes pour tous les fonds dans les bases de l'AMF, les données de fip-fcpi.com et de boursorama.com ont ainsi été utilisées. Plusieurs tests ont ensuite permis de s'assurer de la cohérence des différentes sources de données.

¹⁰ En général, la dernière valeur liquidative connue est celle du 31 décembre 2009 ; pour certains fonds toutefois, les dernières valeurs liquidatives connues ont été calculées au second semestre 2009, ou au premier semestre 2010, sans que cela n'ait un impact significatif sur la performance des véhicules.

Annexe III

Toutefois, ces simulations réalisées à partir de la performance brute des fonds ne sont pas suffisantes pour apprécier le bénéfice retiré par le souscripteur. En effet, la souscription de parts se traduit par l'octroi d'un avantage fiscal conséquent, théoriquement justifié par le niveau de risque de ces véhicules. Dans le cas des réductions d'impôt sur le revenu, cet avantage fiscal atteint 25 % du montant de la souscription. **Par conséquent, le montant de cet avantage fiscal, qui participe pleinement à la rentabilité de l'investissement, doit être pris en compte.** La mission a donc également procédé aux calculs :

- ◆ de la performance « depuis l'origine » des fonds, en intégrant l'avantage fiscal de 25 % ;
- ◆ de la performance annualisée, après intégration de cet avantage.

Pour ces deux premiers types de simulations, la mission a par ailleurs étudié l'écart-type des performances des fonds.

Enfin, la mission a procédé à un dernier type de simulation, permettant de mesurer la performance moyenne intrinsèque des véhicules¹¹. Pour ce faire, elle a simulé l'espérance de rentabilité d'un investisseur adverse au risque, qui aurait souscrit plusieurs années de suite à tous les fonds de même nature lancés, pour un montant égal.

Ces différents niveaux de simulation sont complémentaires :

- ◆ **l'étude de la rentabilité « brute » des fonds, hors avantage fiscal, permet de mesurer la performance réelle des véhicules fiscaux**, ainsi que leur utilité économique sur longue période. En effet, avec l'existence d'externalités positives, le principal critère permettant d'apprécier, à long terme, l'opportunité et l'utilité d'un soutien public à un secteur économique est celui de la rentabilité financière. Dans le cas des FCPI et des FIP, la récurrence d'une non-rentabilité financière pourrait alors signifier, de manière non exclusive :
 - que les entreprises investies par ces véhicules sont structurellement non viables ; il n'y a alors pas de sens économique à un soutien public ou à une allocation d'épargne dans ceux-ci. En effet, la traduction financière de la prise de risque ne peut pas être une destruction de valeur systématique ;
 - que les frais perçus par les différents intermédiaires (sociétés de gestion, distributeurs...) sont trop élevés et « captent » l'essentiel de la rentabilité aux dépens du souscripteur et du contribuable ;
 - que la professionnalisation des équipes de gestion n'est pas achevée.
- ◆ l'étude de la rentabilité des fonds après intégration de l'avantage fiscal permet de mesurer le risque pris par le souscripteur ; elle permet aussi de mesurer l'attrait du dispositif vis-à-vis d'autres investissements financiers ;
- ◆ l'étude des écart-types des performances des fonds permet également de mesurer le risque pris par un investisseur individuel, ainsi que la professionnalisation des sociétés de gestion¹² ;
- ◆ enfin, l'étude de la performance « moyenne » des véhicules, simulant les investissements d'un souscripteur avisé et adverse au risque dans plusieurs millésimes, permet de conclure de manière synthétique sur la performance des véhicules et le risque porté par le souscripteur.

¹¹ Par construction, cette mesure doit être réalisée hors prise en compte de l'avantage fiscal.

¹² En effet, une hétérogénéité forte et durable des performances des différentes sociétés de gestion témoigne d'une moindre professionnalisation de certains fonds.

1.3. Les FCPI-IR se caractérisent par une rentabilité financière négative et très hétérogène, même après intégration de l'avantage fiscal

1.3.1. Les premières générations de FCPI se sont en moyenne traduites par une destruction de valeur proche de 20 %

1.3.1.1. Performance des FCPI 1997-2000 hors avantage fiscal

L'AMF a procédé en 2008 à une étude¹³ de l'évolution de la valeur liquidative de 30 FCPI agréés entre 1997 et 2000, soit près de 77 % des fonds lancés sur la période¹⁴. Sept de ces fonds avaient été définitivement clôturés à la date de l'étude, ce qui lui confère une certaine robustesse.

Plusieurs résultats se dégagent de cette étude de l'AMF (cf. graphique n° 4 et *supra* tableau n° 1) :

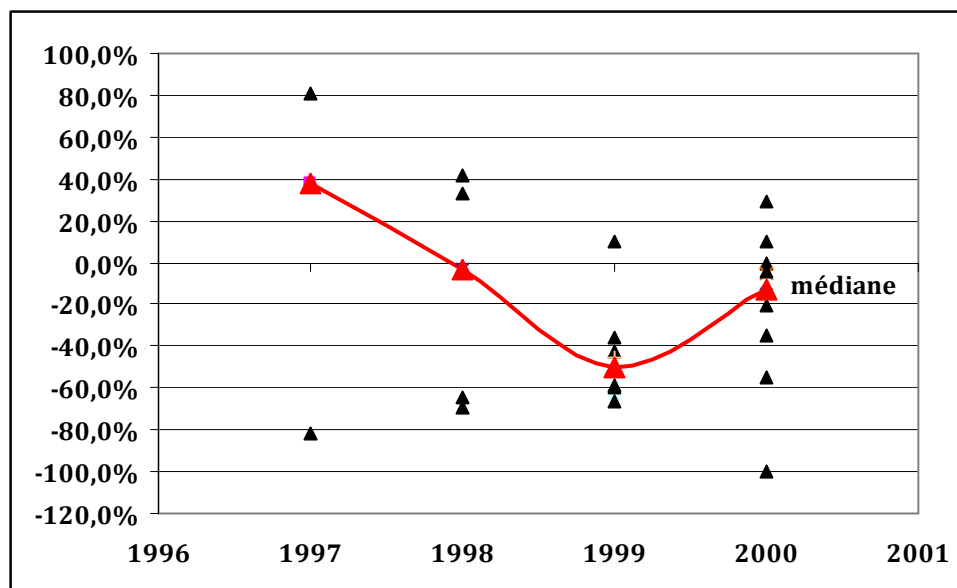
- ◆ alors que le millésime 1997 avait été globalement rentable avec une hausse de la valeur liquidative médiane de 37,6 %, **les autres millésimes ont connu une destruction de valeur**, avec une baisse de la VL médiane comprise entre -3,7 % et -50,2 % ;
- ◆ les performances des fonds d'un même millésime restent tout au long de la période **particulièrement hétérogènes** ;
- ◆ **seuls 7 fonds sur 30 ont connu une progression de leur valeur liquidative** ;
 - pour les neuf FCPI créés en 1999, un seul a dégagé de la performance, les huit autres fonds étant en deçà de leur valeur liquidative d'origine ; en moyenne, la valeur des fonds a baissé de - 45,8 % ;
 - pour les treize fonds créés en 2000, un seul a dégagé de la performance, tandis que les douze autres ont vu leur valeur baisser ; **en moyenne, la valeur des fonds a baissé de -17,3 %** ;
- ◆ pour tous les millésimes, les performances les plus mauvaises sont extrêmement basses, avec des évolutions de la valeur liquidative comprises entre -66 % et -100 %. En d'autres termes, **pour un investissement initial de 100 €, les souscripteurs des fonds les moins performants ont récupéré, plus de dix ans après leur investissement, des sommes comprises entre 0 € et 34 €.**

¹³ AMF (Service des prestataires et produits d'épargne), *Première génération de FCPI (1997-2007)*, 2008.

¹⁴ En effet, il n'a pas été possible pour l'AMF d'étudier la performance de 9 des 39 FCPI lancés entre 1997 et 2000, faute de données fiables à leur sujet.

Annexe III

Graphique 4 : Performance à la fin de l'année 2007 des millésimes de FCPI lancés entre 1997 et 2000, hors avantage fiscal (évolution de la valeur liquidative depuis l'origine, en %, et hors avantage fiscal)



Source : Mission, à partir des données de l'AMF.

Lecture du tableau : en 1999, la moitié des FCPI ont vu leur valeur diminuer de plus de 50,2 % par rapport à la valeur initiale ; pour le fonds affichant la performance la moins bonne, la baisse de la valeur initiale s'élève à -66,2 %. En d'autres termes, pour ce dernier fond, un investissement de 100 € s'est traduit, en 2007, par un retour de 33,8 €.

Tableau 2 : Performances au 31 décembre 2007 des FCPI créés entre 1997 et 2000 (évolution de la valeur liquidative en %, et hors avantage fiscal)

	1997	1998	1999	2000
Nombre de fonds étudiés	3	5	9	13
Minimum de la performance au 31 décembre 2007 (hors avantage fiscal)	-82,0 %	-69,5 %	-66,2 %	-100,0 %
1 ^{er} quartile	-22,2 %	-64,8 %	-59,5 %	-20,4 %
2 ^{ème} quartile (médiane)	37,6 %	-3,7 %	-50,2 %	-12,4 %
3 ^{ème} quartile	59,0 %	33,1 %	-42,4 %	-2,5 %
Maximum de la performance au 31 décembre 2007 (hors avantage fiscal)	80,5 %	41,8 %	9,9 %	28,8 %
Moyenne	12,0 %	-12,6 %	-45,8 %	-17,3 %
Ecart-type	0,69	0,47	0,22	0,31

Source : Mission, à partir des données de l'AMF.

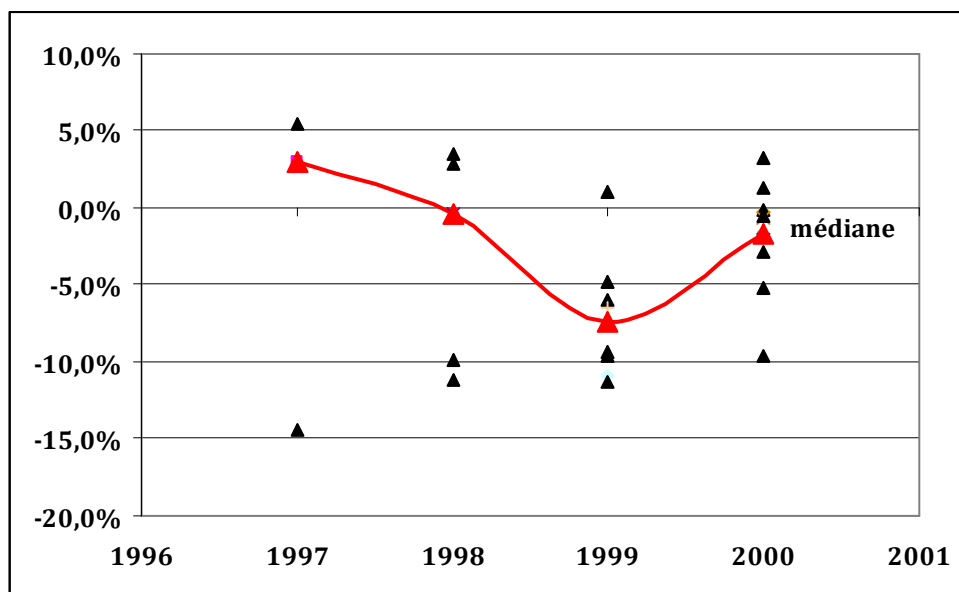
En rythme annualisé, la performance des FCPI apparaît assez modeste compte tenu de la période de détention assez longue de ces produits :

- ◆ les fonds les moins performants voient leur valeur liquidative baisser de plus de 10 % par an ;

Annexe III

- ◆ hormis pour le millésime 1997, qui connaît une performance positive, **la performance annuelle médiane des autres millésimes est comprise entre -0,4 % et -7,5 % par an** ;
- ◆ en moyenne, tous les millésimes connaissent chaque année une baisse de leur valeur liquidative ; celle-ci est comprise **entre -2,0 % par an pour les fonds lancés en 1997 et -9,2 % par an pour les fonds lancés en 2000**.

Graphique 5 : Performance annualisée à la fin de l'année 2007 des millésimes de FCPI lancés entre 1997 et 2000 (évolution annuelle de la valeur liquidative depuis l'origine, en % et hors avantage fiscal)



Source : Mission, à partir des données de l'AMF.

Tableau 3 : Performances annualisées au 31 décembre 2007 des FCPI créés entre 1997 et 2000 (évolution annuelle de la valeur liquidative en % et hors avantage fiscal)

	1997	1998	1999	2000
Nombre de fonds étudiés	3	5	9	13
Minimum de la performance annuelle au 31 décembre 2007 (hors avantage fiscal)	-14,4 %	-11,2 %	-11,4 %	N/a
1 ^{er} quartile	-5,8 %	-9,9 %	-9,5 %	-2,8 %
2 ^{ème} quartile (médiane)	2,9 %	-0,4 %	-7,5 %	-1,6 %
3 ^{ème} quartile	4,2 %	2,9 %	-5,9 %	-0,3 %
Maximum de la performance annuelle au 31 décembre 2007 (hors avantage fiscal)	5,5 %	3,6 %	1,1 %	3,2 %
Moyenne	-2,0 %	-3,0 %	-7,2 %	-9,2 %

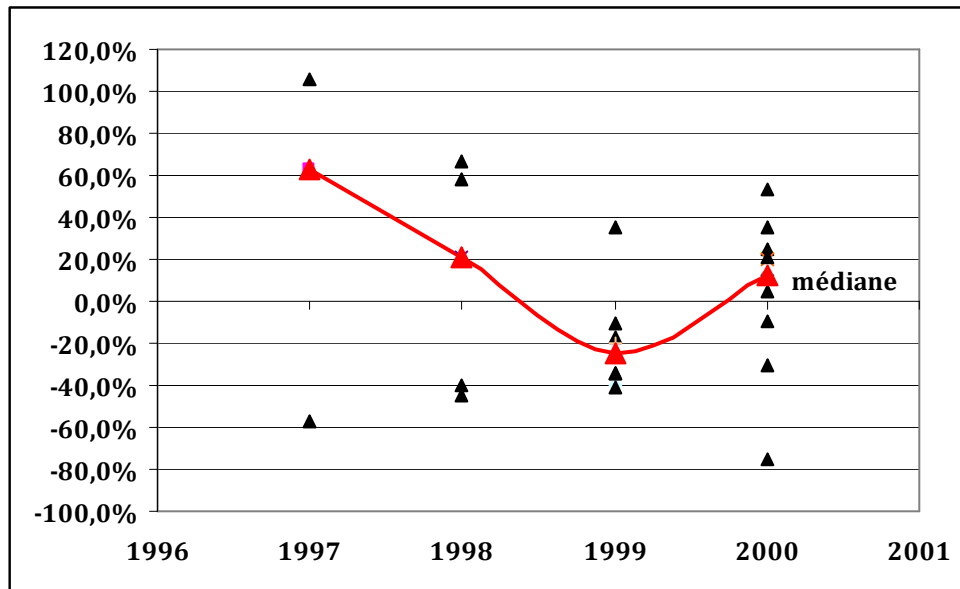
Source : Mission, à partir des données de l'AMF.

1.3.1.2. Performance des FCPI 1997-2000 avec avantage fiscal

À partir des données de l'AMF, la mission a intégré l'avantage fiscal de 25 % au calcul de l'évolution de la valeur liquidative, afin de mesurer la performance réelle des fonds pour le souscripteur. Si la prise en compte de l'avantage fiscal augmente mécaniquement et significativement les performances « depuis l'origine » des fonds, celles-ci restent néanmoins assez faibles :

- ◆ les fonds les moins performants affichent des performances « depuis l'origine » très négatives (de -41,2 % en 1999 à -75,0 % en 2000) ;
- ◆ seuls 16 fonds sur 30 connaissent une progression de leur valeur liquidative depuis l'origine ;
- ◆ pour les fonds lancés entre 1998 et 2000, l'augmentation médiane de la VL reste limitée et très hétérogène (de -25,2 % en 1999 à +21,3 % en 1998).

Graphique 6 : Performance à la fin de l'année 2007 des millésimes de FCPI lancés entre 1997 et 2000 (évolution de la valeur liquidative depuis l'origine, en % et avec avantage fiscal)



Source : Mission, à partir des données de l'AMF.

Tableau 4 : Performances au 31 décembre 2007 des FCPI créés entre 1997 et 2000 (évolution de la valeur liquidative en % et avec avantage fiscal)

	1997	1998	1999	2000
Nombre de fonds étudiés	3	5	9	13
Minimum de la performance au 31 décembre 2007 (avec avantage fiscal)	-57,0 %	-44,5 %	-41,2 %	-75,0 %
1 ^{er} quartile	2,8 %	-39,8 %	-34,5 %	4,6 %
2 ^{ème} quartile (médiane)	62,6 %	21,3 %	-25,2 %	12,6 %
3 ^{ème} quartile	84,0 %	58,1 %	-17,4 %	22,5 %
Maximum de la performance au 31 décembre 2007 (avec avantage fiscal)	105,5 %	66,8 %	34,9 %	53,8 %
Moyenne	37,0 %	12,4 %	-20,8 %	7,7 %

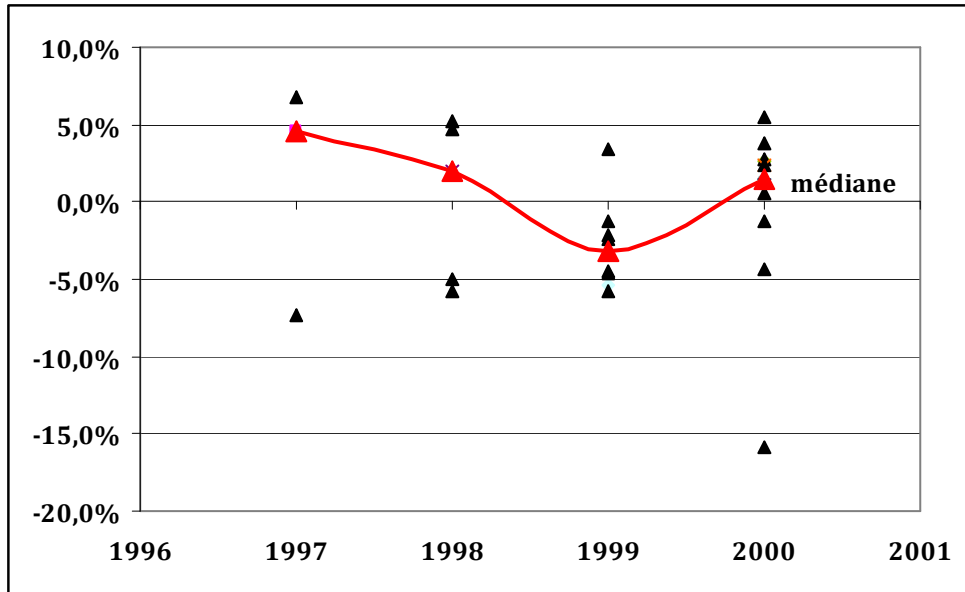
Source : Mission, à partir des données de l'AMF.

Annexe III

De même, la performance annualisée des FCPI reste modeste :

- ◆ la performance annuelle médiane est positive pour trois millésimes sur quatre ;
- ◆ en revanche, les fonds les moins performants subissent des baisses annuelles de leur valeur liquidative comprises entre -5,7 % en 1999 et -15,9 % en 2000 ;
- ◆ enfin, l'évolution annuelle moyenne des VL est assez basse, et évolue entre -2,9 % et +1,3 % par an.

Graphique 7 : Performance annualisée à la fin de l'année 2007 des millésimes de FCPI lancés entre 1997 et 2000 (évolution annuelle de la valeur liquidative depuis l'origine, en % et avec avantage fiscal)



Source : Mission, à partir des données de l'AMF.

Tableau 5 : Performances annualisées au 31 décembre 2007 des FCPI créés entre 1997 et 2000 (évolution annuelle de la valeur liquidative, en % et avec avantage fiscal)

	1997	1998	1999	2000
Nombre de fonds étudiés	3	5	9	13
Minimum de la performance annuelle au 31 décembre 2007 (avec avantage fiscal)	-7,4 %	-5,7 %	-5,7 %	-15,9 %
1er quartile	-1,4 %	-4,9 %	-4,6 %	0,6 %
2ème quartile (médiane)	4,5 %	2,0 %	-3,2 %	1,5 %
3ème quartile	5,6 %	4,7 %	-2,1 %	2,6 %
Maximum de la performance annuelle au 31 décembre 2007 (avec avantage fiscal)	6,8 %	5,3 %	3,4 %	5,5 %
Moyenne	1,3 %	0,2 %	-2,9 %	0,2 %

Source : Mission, à partir des données de l'AMF.

1.3.1.3. Les simulations d'investissement d'un souscripteur avisé montrent que sur la période 1997-2000 les FCPI ont en moyenne perdu près de 20 % de leur valeur

Afin de mesurer la performance « moyenne » des FCPI sur la période 1997-2000, la mission a simulé les investissements théoriques d'un souscripteur avisé et adverse au risque. Afin de limiter son exposition au risque, et de limiter l'effet « millésime » marqué de ces investissements, la mission a fait l'hypothèse que ce souscripteur avait investi un montant identique (100 €) dans tous les fonds lancé sur la période.

Au total, les simulations montrent :

- ◆ que pour un investissement initial de 2 900 €, la valeur liquidative au 31 décembre 2007 était de 2 335,60 €, soit une baisse de -19,5 % ;
- ◆ qu'une fois intégré l'avantage fiscal, l'investissement était faiblement positif, avec une augmentation de + 5,5 % de la VL sur toute la période - ce qui est faible compte tenu du niveau de risque pris et, par exemple, inférieur à ce qu'aurait rapporté un placement sans risque tel que le livret A.

Tableau 6 : Simulation d'un investissement dans tous les fonds lancés entre 1997 et 2000

Valeur initiale totale de l'investissement	Valeur liquidative au 31 décembre 2007 (hors avantage fiscal)	Valeur liquidative au 31 décembre 2007 (avec avantage fiscal)
2 900,00 €	2 335,60 €	3 060,60 €
-	-19,5 %	5,5 %

Source : Mission

Ainsi, une souscription à un FCPI se traduit, en moyenne, par une destruction de valeur de l'ordre de 20 % ; seul l'avantage fiscal confère, en moyenne, une faible rentabilité à ce type d'investissement, de l'ordre de +5 % depuis l'origine. Compte tenu du niveau de risque pris par le souscripteur, cette performance est, malgré l'avantage fiscal, médiocre.

1.3.2. La performance des FCPI lancés entre 2003 et 2005 reste négative, même si les résultats varient fortement en fonction des sociétés de gestion

Sur la base des valeurs liquidatives déclarées par les sociétés de gestion, la mission a complété les travaux précités de l'AMF en étudiant l'évolution de la valeur liquidative des FCPI lancés entre 2003 et 2005. Les résultats des travaux de la mission sont conformes aux conclusions de l'AMF pour les millésimes précédents.

1.3.2.1. Performance des FCPI 2003-2005 hors avantage fiscal

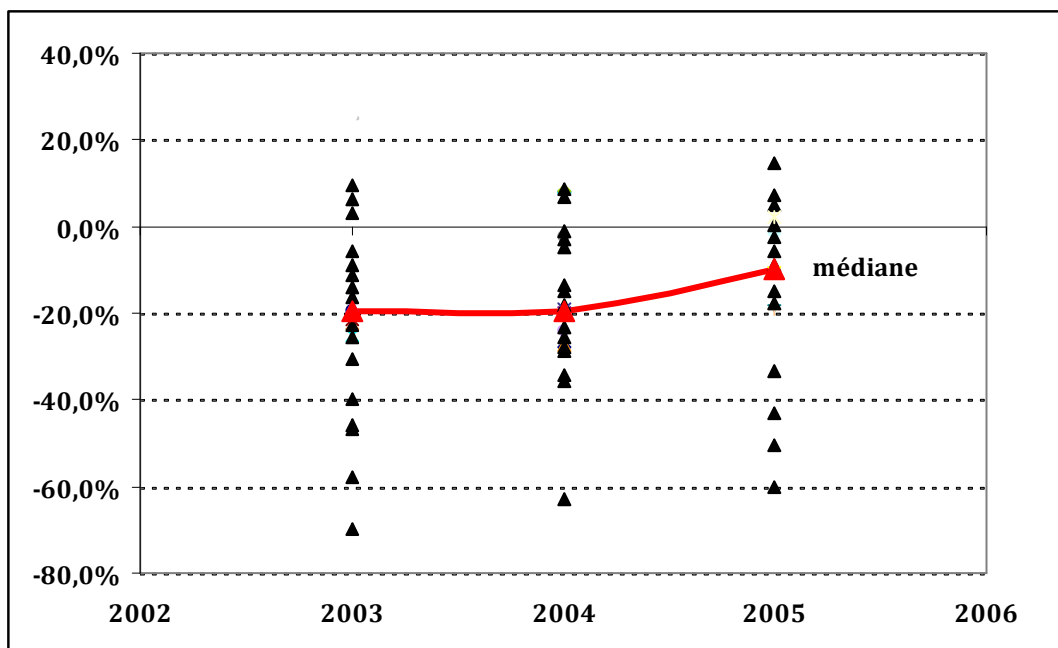
Pour les 65 fonds créés entre 2003 et 2005, les performances financières « depuis l'origine » restent négatives (cf. graphique n° 8 et tableau n° 7) :

- ◆ l'évolution médiane des fonds « depuis l'origine » est négative, évoluant suivant les millésimes entre -9,8 % et -19,4 % ;
- ◆ trois quarts des fonds présentent une performance négative depuis l'origine ;
- ◆ les performances des fonds sont très hétérogènes :
 - ainsi, en 2003, le fonds le plus performant a vu sa valeur liquidative augmenter de +25,4 %, tandis que celle du fonds le moins performant avait baissé de -69,8 % ;

Annexe III

- l'écart-type des performances reste relativement stable, et se situe à un niveau élevé.

Graphique 8 : Performance depuis l'origine des FCPI créés entre 2003 et 2005 (évolution de la valeur liquidative au 31 décembre 2009, en % et hors avantage fiscal)



Source : Mission.

Tableau 7 : Performances depuis l'origine des FCPI créés entre 2003 et 2005 (évolution de la valeur liquidative au 31 décembre 2009, en % et hors avantage fiscal)

	2003	2004	2005
Nombre de fonds étudiés	23	24	18
Minimum de la performance depuis l'origine	-69,8 %	-63,1 %	-60,3 %
1 ^{er} quartile	-28,0 %	-27,6 %	-19,0 %
2 ^{ème} quartile (médiane)	-19,4 %	-19,3 %	-9,8 %
3 ^{ème} quartile	-7,5 %	-3,0 %	-0,3 %
Maximum de la performance depuis l'origine	25,4 %	8,8 %	14,8 %
Moyenne	-18,8 %	-16,8 %	-14,3 %
Écart-type	0,23	0,17	0,20

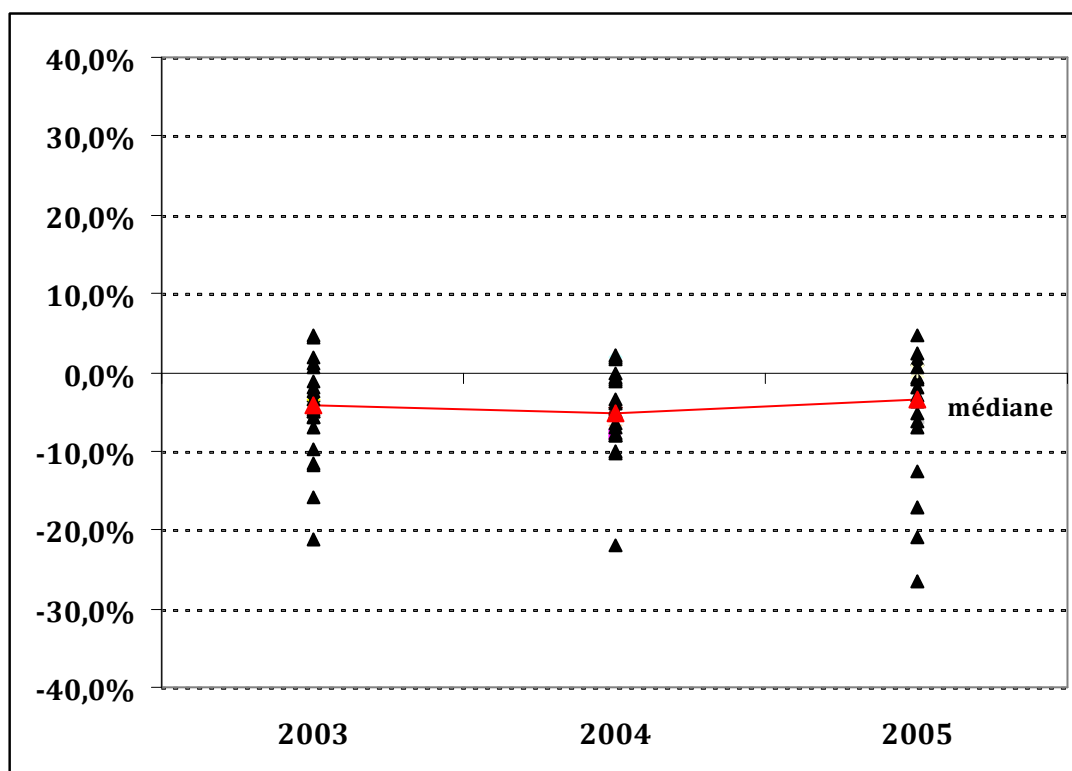
Source : Mission.

Si l'on considère la performance annuelle moyenne des fonds, on constate, comme pour les millésimes 1997-2000, que celle-ci est particulièrement faible, même pour les fonds connaissant une augmentation de leur valeur liquidative :

- ◆ les fonds les moins performants subissent une baisse de leur valeur liquidative annuelle supérieure à 20 % ;
- ◆ près de la moitié des fonds lancés entre 2003 et 2005 ont une évolution annuelle de leur valeur liquidative inférieure à -4,7 % à la fin de l'année 2009 ;
- ◆ en moyenne, la valeur liquidative des fonds a baissé de près de -5 % par an.

Annexe III

Graphique 9 : Performances annuelles moyennes des FCPI 2003-2005 (évolution annuelle de la valeur liquidative en % au 31 décembre 2009, en % et hors avantage fiscal)



Source : Mission.

Tableau 8 : Performances annualisées des FCPI créés entre 2003 et 2005 (hors avantage fiscal)

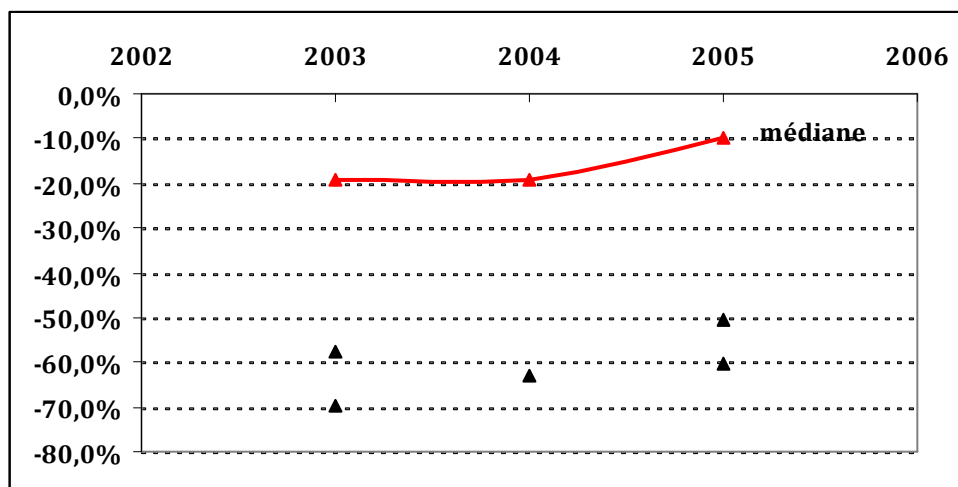
	2003	2004	2005
Nombre de fonds étudiés	23	24	18
Minimum de la performance annualisée	-21,3 %	-22,0 %	-26,5 %
1 ^{er} quartile	-6,4 %	-7,8 %	-6,8 %
2 ^{ème} quartile (médiane)	-4,2 %	-5,2 %	-3,4 %
3 ^{ème} quartile	-1,5 %	-0,7 %	-0,1 %
Maximum de la performance annualisée	4,6 %	2,1 %	4,7 %
Moyenne	-4,8 %	-4,9 %	-5,7 %

Source : Mission

Enfin, certains fonds sous-performent systématiquement le marché, et ce dans des proportions importantes. A titre d'exemple, la mission a présenté, dans les graphiques n° 10 et 11, le cas de deux sociétés de gestion qui présentaient des résultats régulièrement et significativement négatifs sur toute la période. En effet, alors que l'évolution de la médiane de la valeur liquidative « depuis l'origine », qui représente le marché, était comprise suivant les millésimes entre -20 % et -10 %, la société « A » voyait ses VL baisser de -70 % à 50 %, tandis que celles de la société baissaient de -45 % à -10 %.

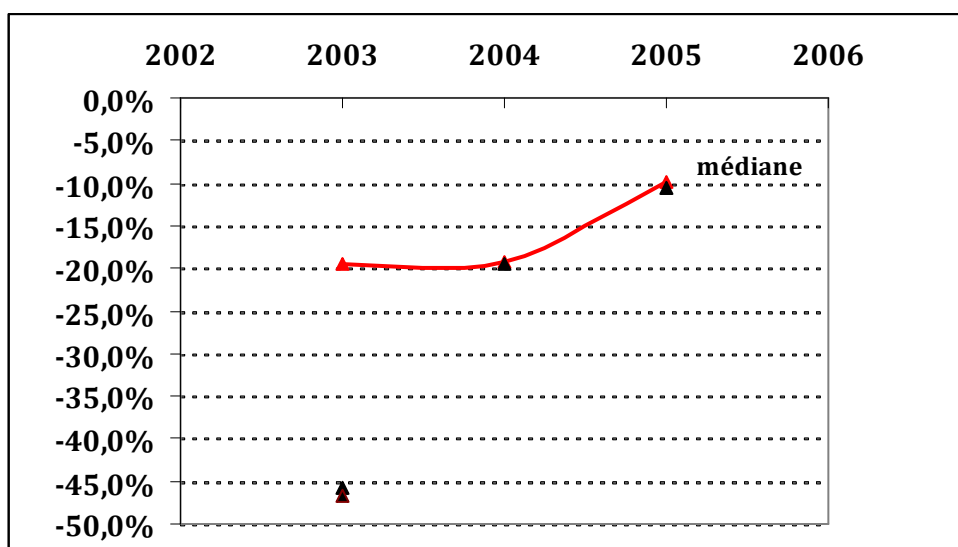
Annexe III

Graphique 10 : Performance depuis l'origine des fonds 2003-2005 de la société « A » (évolution de la valeur liquidative au 31 décembre 2009 par rapport à l'origine, en % et hors avantage fiscal)



Source : Mission.

Graphique 11 : Performance depuis l'origine des fonds 2003-2005 de la société « B » (évolution de la valeur liquidative au 31 décembre 2009 par rapport à l'origine, en % et hors avantage fiscal)



Source : Mission.

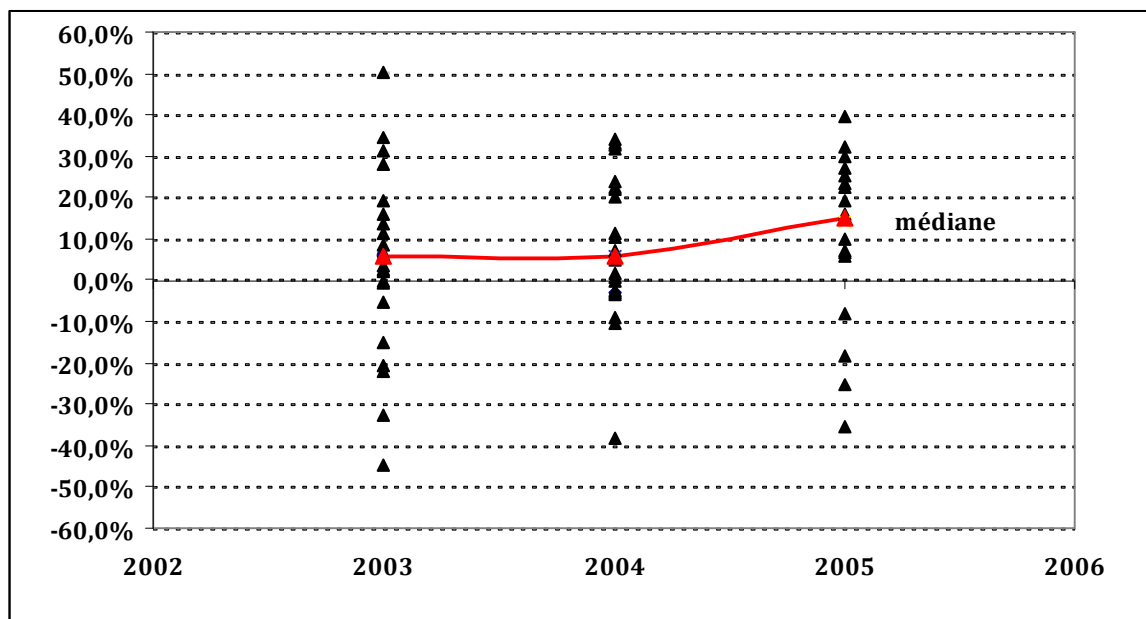
1.3.2.2. Performance des FCPI 2003-2005 avec avantage fiscal

Après intégration de l'avantage fiscal de 25 %, la performance des fonds s'améliore mécaniquement, tout en restant cependant assez basse :

- ◆ les fonds les moins performants connaissent une baisse de leur valeur liquidative comprise entre -35,3 % et -44,8 % ;
- ◆ **20 FCPI lancés entre 2003 et 2005 sur 65 continuent d'afficher une rentabilité négative en fin d'année 2009**, même après intégration de l'avantage fiscal ;
- ◆ l'augmentation médiane de la valeur liquidative « depuis l'origine » est comprise entre 5,6 % et 15,2 %.

Annexe III

Graphique 12 : Performances depuis l'origine des FCPI créés entre 2003 et 2005 (évolution de la valeur liquidative par rapport à l'origine au 31 décembre 2009, en % et après intégration de l'avantage fiscal)



Source : Mission.

Tableau 9 : Performance depuis l'origine des FCPI créés entre 2003 et 2005 (évolution de la valeur liquidative par rapport à l'origine au 31 décembre 2009, en % et après intégration de l'avantage fiscal)

	2003	2004	2005
Nombre de fonds étudiés	23	24	18
Minimum de la performance depuis l'origine	-44,8 %	-38,1 %	-35,3 %
1 ^{er} quartile	-3,0 %	-2,6 %	6,0 %
2 ^{ème} quartile (médiane)	5,6 %	5,7 %	15,2 %
3 ^{ème} quartile	17,6 %	22,0 %	24,7 %
Maximum de la performance depuis l'origine	50,4 %	33,8 %	39,8 %
Moyenne	6,2 %	8,2 %	10,7 %

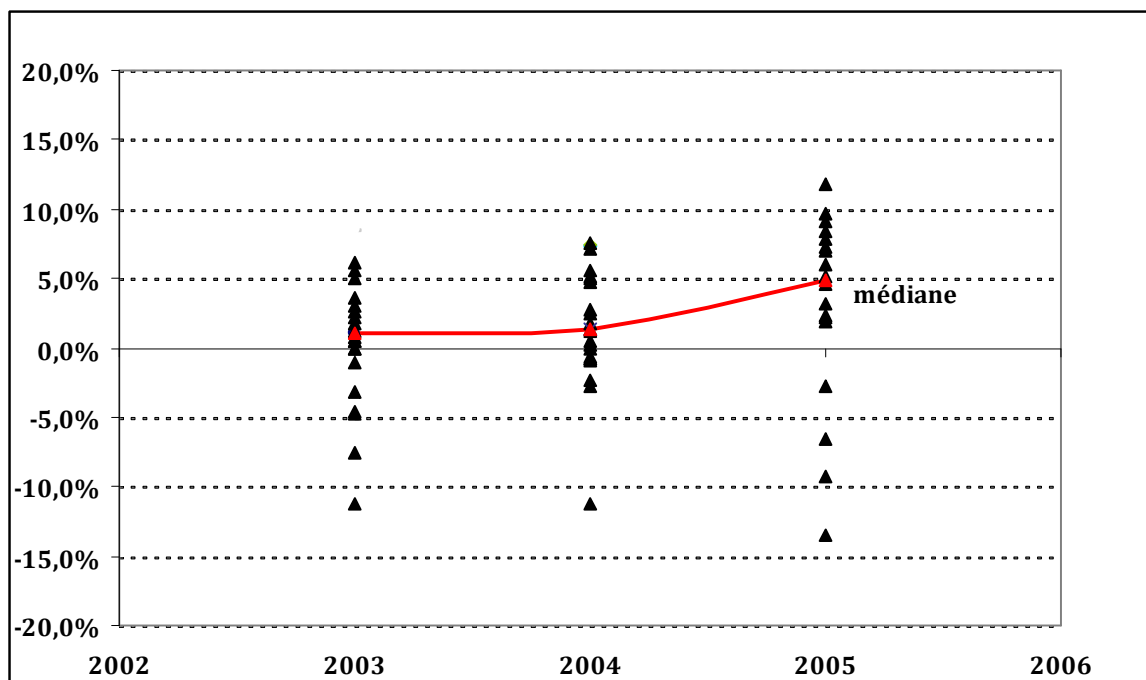
Source : Mission.

De même, l'étude de la rentabilité annuelle montre que celle-ci reste faible, y compris après intégration de l'avantage fiscal :

- ◆ les fonds les moins performants voient leur valeur liquidative baisser de plus de 10 % par an ;
- ◆ la croissance annuelle de la valeur liquidative médiane est comprise entre +1,1 % en 2003, et +4,8 % en 2005 ;
- ◆ en moyenne, la croissance annuelle de la VL évolue entre +0,8 % et +3 %.

Annexe III

Graphique 13 : Performances annuelles moyennes des FCPI créés entre 2003 et 2005 (évolution annuelle de la valeur liquidative au 31 décembre 2009, en % et après intégration avantage fiscal)



Source : Mission.

Tableau 10 : Performances annualisées des FCPI créés entre 2003 et 2005 (évolution annuelle de la valeur liquidative au 31 décembre 2009, en % et après intégration de l'avantage fiscal)

	2003	2004	2005
Nombre de fonds étudiés	23	24	18
Minimum de la performance annualisée	-11,2 %	-11,3 %	-13,5 %
1 ^{er} quartile	-0,6 %	-0,7 %	2,0 %
2 ^{ème} quartile (médiane)	1,1 %	1,4 %	4,8 %
3 ^{ème} quartile	3,3 %	5,1 %	7,6 %
Maximum de la performance annualisée	8,5 %	7,6 %	11,8 %
Moyenne	0,8 %	1,7 %	3,0 %

Source : Mission.

1.3.2.3. Les simulations d'investissement d'un souscripteur « avisé » montrent que sur la période 2003-2005 les FCPI ont en moyenne perdu près de 17 % de leur valeur

Comme pour les FCPI lancés entre 1997 et 2000, la mission a simulé les investissements théoriques d'un souscripteur avisé et adverse au risque afin de mesurer la performance « moyenne » des FCPI sur la période 2003-2005. En faisant l'hypothèse que ce souscripteur ait investi un montant identique (100 €) dans tous les fonds lancé sur la période, on trouve les résultats suivants :

- ♦ pour un investissement initial de 6 500,00 €, la valeur liquidative au 31 décembre 2009 était de 5 406,40 € ; **de fait, une souscription à un FCPI lancé entre 2003 et 2005 s'est traduit, en moyenne, par une destruction de valeur de l'ordre de 17 % ;**

Annexe III

- ◆ l'intégration de l'avantage fiscal rend l'investissement faiblement positif, avec une augmentation de 8,2 % de la VL sur toute la période.

Tableau 11 : Simulation d'un investissement dans tous les fonds lancés entre 2003 et 2005

Valeur initiale totale de l'investissement	Valeur liquidative au 31 décembre 2009 (hors avantage fiscal)	Valeur liquidative au 31 décembre 2009 (avec avantage fiscal)
6 500,00 €	5 406,40 €	7 031,40 €
-	-16,8 %	8,2 %

Source : Mission

Au total, l'étude des FCPI lancés entre 1997 et 2000, puis entre 2003 et 2005, permet de conclure aux éléments suivants :

- ◆ **les FCPI sont des véhicules qui sont structurellement non rentables** ; en moyenne, la destruction de valeur d'un investissement dans ces véhicules est proche de 20 %, avant intégration de l'avantage fiscal ; plusieurs raisons peuvent potentiellement expliquer ces mauvais résultats :
 - le caractère non-viable économiquement des sociétés investies, et la non-pertinence des cibles d'investissement choisies par les sociétés de gestion ;
 - le montant élevé des frais de gestion ;
 - l'absence de professionnalisation des sociétés de gestion.
- ◆ **les performances des sociétés de gestion restent durablement hétérogènes**, tandis que certaines d'entre elles sous-performent systématiquement le marché ; ceci témoigne d'une absence de professionnalisation d'une partie du secteur ;
- ◆ de ce fait, **en dépit d'un avantage fiscal conséquent, le niveau de risque porté par le souscripteur est particulièrement fort.**

1.4. En moyenne, les FIP-IR ne dégagent pas de rentabilité, même si leur niveau de risque est inférieur à celui des FCPI

A l'inverse des FCPI, la rentabilité des FIP n'a fait l'objet d'aucune étude spécifique jusqu'à la date de la mission, notamment en raison de leur création plus récente. La mission a donc procédé à des simulations détaillées de la rentabilité de ces véhicules, à partir de l'évolution des valeurs liquidatives.

Toutefois, compte tenu de la taille des entreprises investies et de leur appartenance à des secteurs plus traditionnels que dans le cas des FCPI, il existe des doutes importants sur les possibilités de sortie des fonds et donc, *in fine*, sur la performance financière de ces véhicules.

Compte tenu de cet important risque de liquidité, la mission considère donc que les valeurs liquidatives des FIP sont sûrement un majorant de leur valeur réelle.

1.4.1. Si la performance hors avantage fiscal des FIP 2003-2006 est proche de zéro, la nature des investissements réalisés pourrait la faire baisser fortement

Les calculs réalisés par la mission montrent que **les 56 FIP lancés entre 2003 et 2006 ne sont pas, avant prise en compte de l'avantage fiscal, structurellement rentables**, même si leur niveau de rentabilité est supérieur à celui des FCPI (cf. graphique n° 14 et tableau n° 12) :

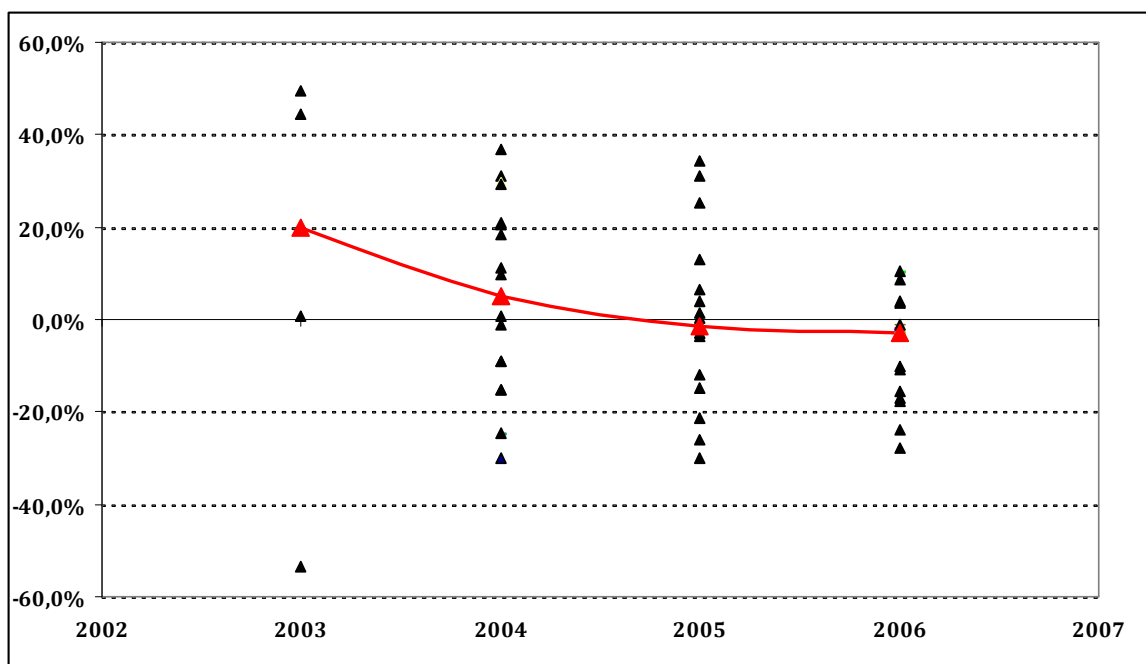
Annexe III

- ◆ l'évolution de la médiane de la valeur liquidative « depuis l'origine » évolue entre +19,7 %, pour le millésime 2003 et -2,9 % pour le millésime 2006 ; par ailleurs, la valeur liquidative médiane est légèrement négative pour la moitié des millésimes, de l'ordre de -1,3 % en 2005 et -2,9 % en 2006 ;
- ◆ **29 fonds, soit 52 % d'entre eux, affichent une baisse de leur valeur liquidative « depuis l'origine » ;**
- ◆ les fonds les moins performants ont vu leur valeur liquidative baisser dans des proportions allant de -53,3 % (millésime 2003) à -28,0 % (millésime 2006) ;
- ◆ enfin, les performances des différentes sociétés de gestion restent, comme pour les FCPI, **très hétérogènes** ; l'écart type est important pour les quatre millésimes étudiés, bien que légèrement inférieur à celui des FCPI.

Au total, si les FIP sont, en moyenne et en apparence¹⁵, plus rentables que les FCPI, notamment du fait de la nature moins risquée de leur activité, ils ne semblent pas en mesure de dégager un retour sur investissement suffisant pour leur souscripteur.

La rentabilité financière des FIP est cohérente avec l'allocation de leurs investissements, réalisés dans des secteurs présentant un faible niveau de risque. Si ces investissements sont moins risqués pour le souscripteur, la performance des FIP indique également qu'ils ne réussissent pas à générer suffisamment de rentabilité pour absorber des frais de gestion et de distribution élevés.

Graphique 14 : Performance depuis l'origine des FIP 2003-2006 (évolution de la valeur liquidative au 31 décembre 2009, en % et hors avantage fiscal)



Source : Mission.

Lecture : les points marquent la performance depuis leur origine des différents FIP ; la courbe rouge matérialise l'évolution de la médiane de la rentabilité des fonds : ainsi, la moitié des fonds lancés en 2005 a une performance depuis l'origine inférieure à 0 %.

¹⁵ Cf. le risque de liquidité décrit *supra*.

Annexe III

**Tableau 12 : Performances depuis l'origine des FIP créés entre 2003 et 2006
(évolution de la valeur liquidative au 31 décembre 2009, en % et hors avantage fiscal)**

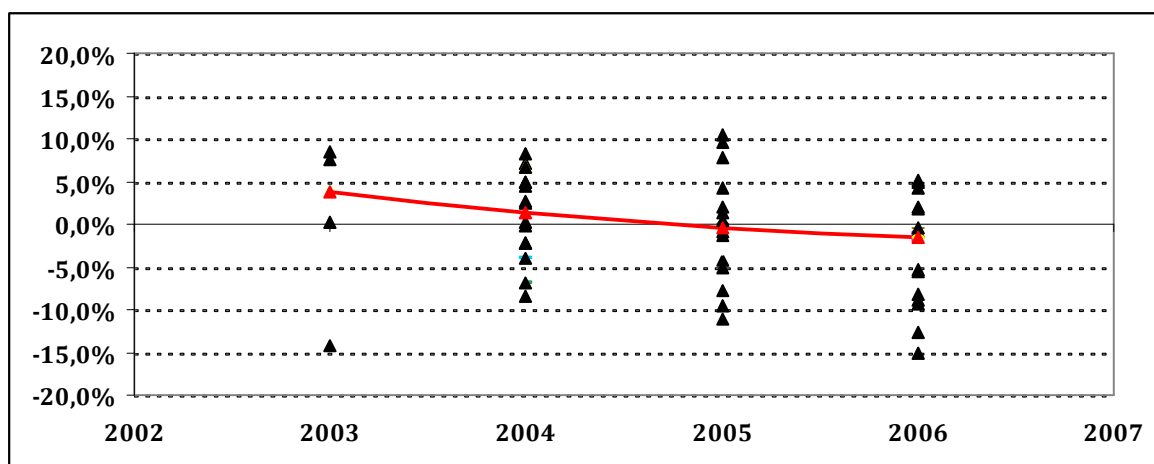
	2003	2004	2005	2006
Nombre de fonds étudiés	5	18	16	17
Minimum de la performance au 31 décembre 2007 (hors avantage fiscal)	-53,3 %	-30,0 %	-30,0 %	-28,0 %
1 ^{er} quartile	0,8 %	-13,6 %	-12,8 %	-15,7 %
2 ^{ème} quartile (médiane)	19,7 %	5,1 %	-1,3 %	-2,9 %
3 ^{ème} quartile	44,5 %	21,0 %	8,1 %	3,5 %
Maximum de la performance au 31 décembre 2007 (hors avantage fiscal)	49,6 %	36,7 %	34,4 %	10,4 %
Moyenne	12,3 %	4,4 %	-0,3 %	-5,7 %
Ecart-type	0,37	0,21	0,19	0,11

Source : Mission.

La faiblesse du retour sur investissement des FIP, avant intégration de l'avantage fiscal, apparaît plus nettement en considérant leur performance annuelle (cf. graphique n°15 et tableau n°13) :

- ◆ en moyenne, l'évolution annuelle de la valeur liquidative est comprise **entre -3,1 % (millésime 2006) et +1,14 % (millésime 2003)** ;
- ◆ à l'exception du millésime 2003, qui connaît une augmentation de la médiane de sa valeur liquidative (+3,7 % par an), les autres millésimes présentent des performances annuelles très nettement inférieures à celles d'un actif sans risque tel qu'un livret d'épargne (de -1,5 % par an en 2006 à +1,2 % par an en 2004) ;
- ◆ les fonds les moins performants présentent des performances annuelles comprises entre -8,6 % (millésime 2004) à -15,1 % (millésime 2006).

**Graphique 15 : Performance annuelle des FIP 2003-2006
(évolution annuelle de la valeur liquidative au 31 décembre 2009, en % et hors avantage fiscal)**



Source : Mission.

Annexe III

Tableau 13 : Performances annuelles des FIP créés entre 2003 et 2006 (évolution annuelle de la valeur liquidative au 31 décembre 2009, en % et hors avantage fiscal)

	2003	2004	2005	2006
Nombre de fonds étudiés	5	18	16	17
Minimum de la performance au 31 décembre 2007 (hors avantage fiscal)	-14,1 %	-8,5 %	-11,2 %	-15,2 %
1er quartile	0,2 %	-3,6 %	-4,5 %	-8,2 %
2ème quartile (médiane)	3,7 %	1,2 %	-0,5 %	-1,5 %
3ème quartile	7,6 %	4,9 %	2,6 %	1,7 %
Maximum de la performance au 31 décembre 2007 (hors avantage fiscal)	8,4 %	8,1 %	10,4 %	5,1 %
Moyenne	1,1 %	0,7 %	-0,5 %	-3,1 %

Source : Mission.

1.4.2. Pour le souscripteur, le rendement apparent des FIP 2003-2006 ne s'explique que par l'existence d'un avantage fiscal

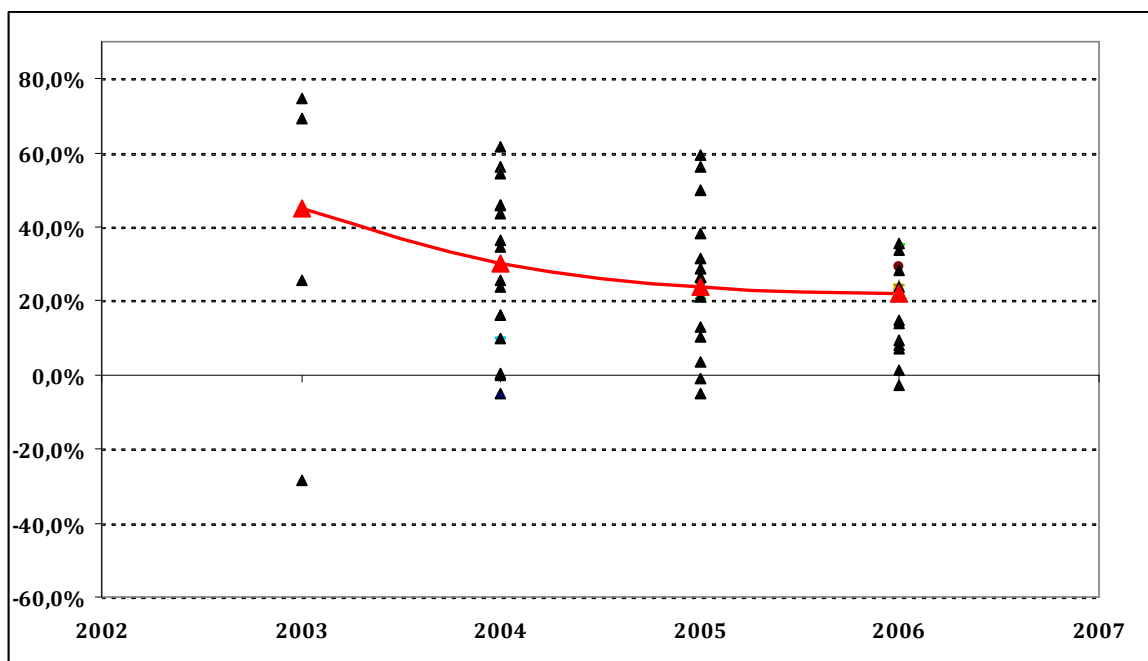
L'intégration de l'avantage fiscal de 25 % permet aux FIP d'être, en moyenne et en apparence¹⁶ des investissements rentables pour leur souscripteur : ainsi, la médiane de la performance « depuis l'origine » est comprise entre +22,1 % (2006) et +44,7 % (2003).

Toutefois, cinq fonds présentent encore une performance négative « depuis l'origine », en dépit de l'avantage fiscal ; le fonds le moins performant, qui appartient au millésime 2003, a pour sa part vu sa valeur liquidative baisser de 28,3 % depuis l'origine. En outre, cette performance apparente - qui ne prend pas en compte le risque de liquidité décrit supra- ne s'explique pas par la performance des sociétés de gestion, et n'existe que grâce à l'avantage fiscal accordé par l'État.

¹⁶ Cf. le risque de liquidité décrit supra.

Annexe III

Graphique 16 : Performance depuis l'origine des FIP 2003-2006 (évolution de la valeur liquidative au 31 décembre 2009, en % et après intégration de l'avantage fiscal)



Source : Mission.

Tableau 14 : Performances depuis l'origine des FIP créés entre 2003 et 2006 (évolution de la valeur liquidative au 31 décembre 2009, en % et avec avantage fiscal)

	2003	2004	2005	2006
Nombre de fonds étudiés	5	18	16	17
Minimum de la performance au 31 décembre 2007 (hors avantage fiscal)	-28,3 %	-5,0 %	-5,0 %	-3,0 %
1 ^{er} quartile	25,8 %	11,4 %	12,2 %	9,3 %
2 ^{ème} quartile (médiane)	44,7 %	30,1 %	23,7 %	22,1 %
3 ^{ème} quartile	69,5 %	46,0 %	33,1 %	28,5 %
Maximum de la performance au 31 décembre 2007 (hors avantage fiscal)	74,6 %	61,7 %	59,4 %	35,4 %
Moyenne	37,3 %	29,4 %	24,7 %	19,3 %

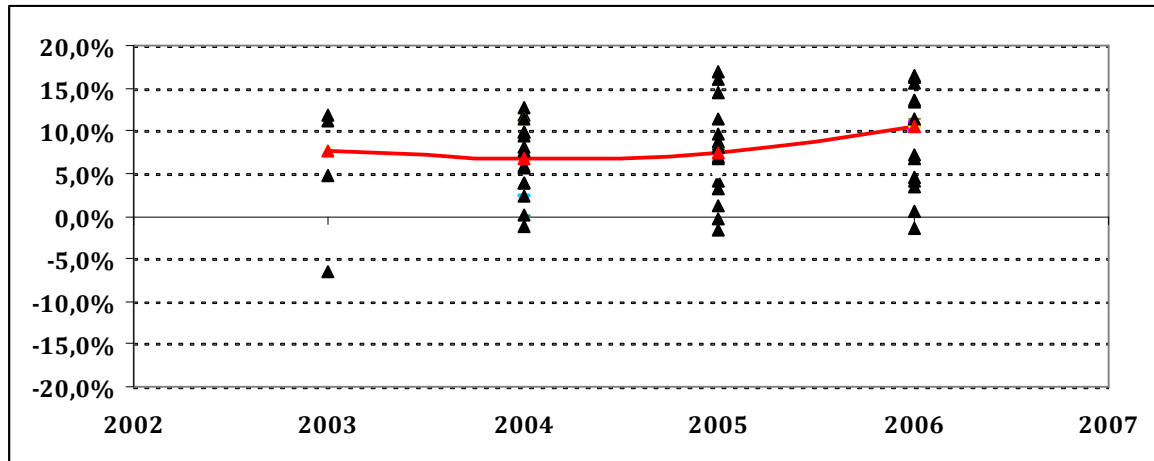
Source : Mission.

Concernant la performance annualisée après prise en compte de l'avantage fiscal, les calculs de la mission montrent (cf. graphique n° 17 et tableau n° 15) :

- ◆ que la médiane de l'évolution annualisée de la VL est supérieure à +5 % pour les quatre millésimes étudiés ;
- ◆ qu'en moyenne, la VL connaît une croissance annuelle variant de +5,8 % pour le millésime 2003 à +9,1 % pour le millésime 2006.

Annexe III

Graphique 17 : Performances annuelles des FIP créés entre 2003 et 2006 (évolution annuelle de la valeur liquidative, en % et après intégration de l'avantage fiscal)



Source : Mission.

Tableau 15 : Performances annuelles des FIP créés entre 2003 et 2006 (évolution annuelle de la valeur liquidative au 31 décembre 2009, en % et avec avantage fiscal)

	2003	2004	2005	2006
Nombre de fonds étudiés	5	18	16	17
Minimum de la performance au 31 décembre 2007 (hors avantage fiscal)	-6,5 %	-1,3 %	-1,7 %	-1,5 %
1 ^{er} quartile	4,7 %	2,7 %	3,9 %	4,5 %
2 ^{ème} quartile (médiane)	7,7 %	6,8 %	7,3 %	10,5 %
3 ^{ème} quartile	11,1 %	9,9 %	10,0 %	13,4 %
Maximum de la performance au 31 décembre 2007 (hors avantage fiscal)	11,8 %	12,8 %	16,8 %	16,4 %
Moyenne	5,8 %	6,4 %	7,4 %	9,1 %

Source : Mission.

1.4.2.1. Les simulations d'investissement d'un souscripteur avisé montrent que sur la période 2003-2006 les FIP ne dégagent pas de rentabilité

Comme pour les FCPI, la mission a simulé les investissements théoriques d'un souscripteur avisé et adverse au risque afin de mesurer la performance « moyenne » des FIP sur la période 2003-2006. En faisant l'hypothèse que ce souscripteur ait investi un montant identique (100 €) dans tous les fonds lancés sur la période, on trouve les résultats suivants :

- ◆ pour un investissement initial de 5 600,00 €, la valeur liquidative au 31 décembre 2009 était de 5 640,28 € ; **une souscription à tous les FIP lancés entre 2003 et 2006 ne s'est par conséquent traduit ni par une perte ni par un gain pour le souscripteur ;**
- ◆ l'intégration de l'avantage fiscal rend l'investissement positif, avec **une augmentation de +25,7 %** de la VL sur toute la période ; ce constat confirme le fait que la rentabilité pour le souscripteur découle exclusivement de l'existence de l'avantage fiscal.

Annexe III

Tableau 16 : Simulation d'un investissement dans tous les fonds lancés entre 2003 et 2006

Valeur initiale totale de l'investissement	Valeur liquidative au 31 décembre 2009 (hors avantage fiscal)	Valeur liquidative au 31 décembre 2009 (avec avantage fiscal)
5 600,00 €	5 640,28 €	7 040,28 €
-	0,7 %	25,7 %

Source : Mission

Au total, il ressort de l'étude des quatre premiers millésimes de FIP :

- ◆ que les FIP sont des véhicules qui, de manière structurelle et avant prise en compte de l'avantage fiscal, présentent une performance nulle, c'est-à-dire ne dégageant ni perte ni gain pour le souscripteur ;
- ◆ que les performances des sociétés de gestion restent, comme pour les FCPI, durablement hétérogènes ;
- ◆ qu'au final, le résultat positif de leur performance n'est redevable qu'à l'existence de l'avantage fiscal ;
- ◆ qu'en dépit d'investissements dans des sociétés présentant un faible niveau de risque et générant des cash-flows réguliers, ils ne dégagent pas suffisamment de rentabilité pour absorber les frais de gestion et de distribution qui leur sont associés. (cf. annexe n° 2)

1.5. Les performances financières des véhicules fiscaux contrastent avec la forte rentabilité des sociétés de gestion

La faible rentabilité des produits contraste fortement avec les résultats financiers des sociétés gestionnaires de FIP et de FCPI. En effet, sur un échantillon des vingt sociétés de gestion¹⁷ étudié par un précédent rapport de l'IGF¹⁸, le secteur apparaît assez profitable lorsque l'on considère le taux de marge (résultat d'exploitation / produit d'exploitation).

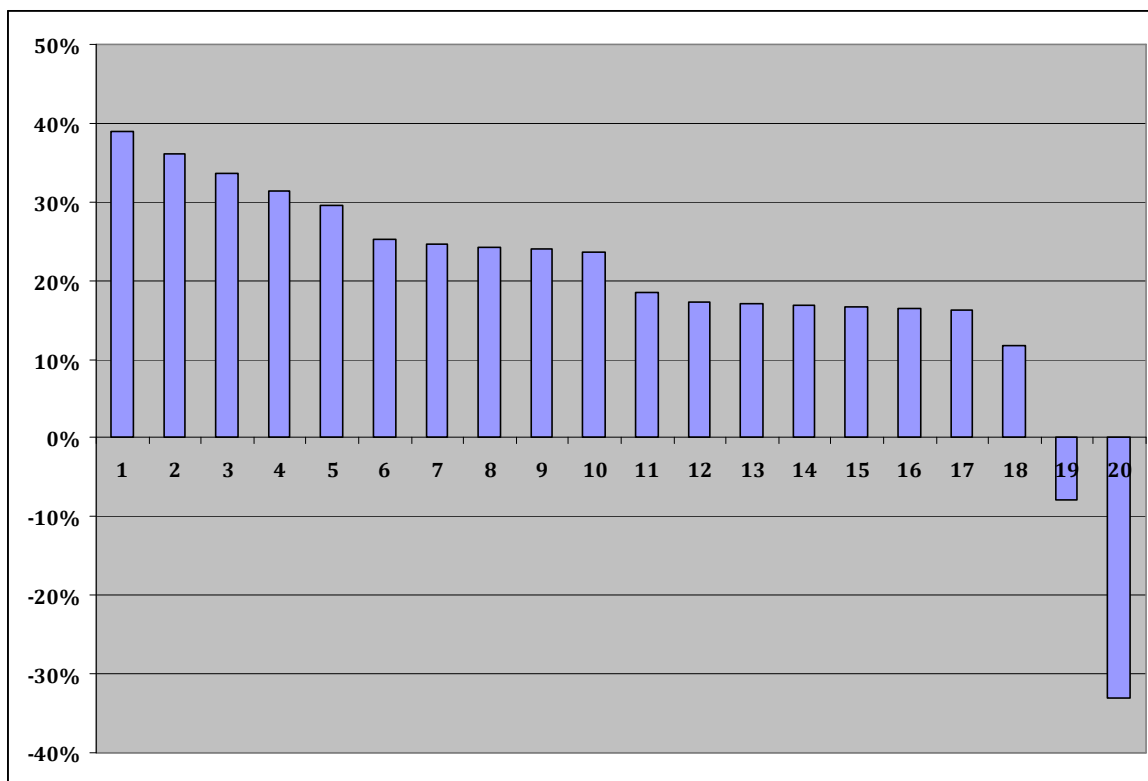
En effet, 17 sociétés de gestion sur 20 (85 %) ont en 2008 un ratio résultat d'exploitation / produit d'exploitation supérieur à 15 %, avec une moyenne de 19 %.

¹⁷ OTC AM, 123 Venture, Edmond de Rothschild IP, ICSO PE, FFG, UFG PE, Seventure Partners, Turenne Capital Partners, A Plus Finance, Alto Invest, Axa PE, Oddo AM, Innoven, CA AM, Vivéris Management, Entrepreneur Venture Gestion, Nexstage, Xange PE, SGAM AI.

¹⁸ IGF, Rapport n° 2009-M-066-03, *Les frais prélevés sur les produits financiers bénéficiant d'un avantage fiscal pour favoriser l'investissement dans les PME*, octobre 2009.

Annexe III

Graphique 18 : Taux de marge (résultat d'exploitation / produit d'exploitation) d'un échantillon¹⁹ de sociétés de gestion (2008)



Source : Données AMF ; graphique et analyse secondaire IGF (Rapport n° 2009-M-066-03).

Ce taux de marge est d'autant plus important qu'il est obtenu après prise en compte **des rémunérations des dirigeants et salariés de la société de gestion, qui se révèlent relativement importantes²⁰** :

- ◆ le salaire fixe d'un chargé d'affaires junior France (zéro à deux ans d'expérience) se situe actuellement autour de 40 à 60 k€ (avec un bonus maximum représentant 30/40 % du fixe) ;
- ◆ celui d'un chargé d'affaires senior (trois à cinq ans d'expérience) entre 50 et 70/80 k€ (avec un bonus maximum de 50 %) ;
- ◆ celui du directeur de participations (cinq à dix ans d'expérience) entre 80 et 150/170 k€ (bonus entre 20/30 et 100 % du fixe, auquel il faut ajouter le « *carried interest* ») ;
- ◆ et enfin celui d'un directeur associé de fonds à partir de 130/180 k€ et jusqu'à 250/400 k€ (bonus entre 50 et 200 % du fixe, plus « *carried interest* »).

¹⁹ Sélection du rapport de l'IGF précité.

²⁰ Les chiffres cités sont tirés d'une récente étude réalisée par Alvedis Conseil et parue dans *Private Equity Magazine*. Ils correspondent aux rémunérations pratiquées en France dans les fonds de petites et moyennes capitalisations. Les fonds de grandes capitalisations, qui bénéficient de *management fees* plus importants, dépassent très largement ces moyennes.

2. Les souscripteurs de fonds fiscaux IR prennent un risque relativement important au regard de leur situation patrimoniale

A partir des données individuelles collectées par la direction générale des finances publiques (DGFIP), la mission a procédé à un travail de cartographie, pour l'année 2009, des bénéficiaires des niches fiscales suivantes :

- ◆ FCPI souscrit au titre de l'IR ;
- ◆ FCPI souscrit au titre de l'ISF ;
- ◆ FIP souscrit au titre de l'IR ;
- ◆ FIP souscrit au titre de l'ISF ;
- ◆ investissements dans une holding ISF ;
- ◆ investissements directs dans une entreprise au titre de l'IR ;
- ◆ investissements directs dans une entreprise au titre de l'ISF.

Avant de détailler les résultats de cette cartographie, **trois remarques générales peuvent être tirées du tableau n° 17 :**

- ◆ **en premier lieu, le nombre de bénéficiaires varie fortement suivant le dispositif :** les souscripteurs de FCPI-ISF, au nombre de 12 692, sont en effet près de huit fois moins nombreux que les investisseurs directs au titre de l'IR, au nombre de 100 410 ;
- ◆ **en second lieu, les souscripteurs présentent des caractéristiques patrimoniales assez différentes,** sans que le niveau d'intermédiation soit déterminant : ainsi, les caractéristiques des souscripteurs de FCPI-ISF et FIP-ISF sont plus proches de celles des investisseurs directs au titre de l'ISF, que des souscripteurs des autres fonds fiscaux ;
- ◆ **enfin, les montants de l'avantage fiscal moyen et de l'investissement sous-jacent moyen sont hétérogènes ;** par exemple, l'investissement sous-jacent moyen évolue de 6 032 € pour les FIP-IR, à 15 595 € pour la souscription directe au capital de PME au titre de l'ISF.

Annexe III

Tableau 17 : Synthèse des caractéristiques des bénéficiaires des niches fiscales (2009)

	FCPI IR	FCPI ISF	FIP IR	FIP ISF	Holding	Investissement direct IR	Investissement direct ISF
Nombre de bénéficiaires	75 393	12 692	52 886	21 799	17 305	100 410	32 051
Montant moyen de l'avantage fiscal	1 517 €	2 960 €	1 508 €	3 163 €	9 759 €	2 067 €	11 696 €
Revenu fiscal de référence médian	Entre 48 966 € et 58 145 €	NC	Entre 55 676 € et 66 751 €	NC	NC	Entre 40 782 € et 49 876 €	Entre 104 310 € et 131 560 €
Patrimoine médian	Inférieur à 790 k€	Entre 1,28 M€ et 2,5 M€	Inférieur à 790 k€	Entre 1,28 M€ et 2,5 M€	Entre 1,28 M€ et 2,5 M€	Inférieur à 790 k€	Entre 1,28 M€ et 2,5 M€
Investissement moyen associé à l'avantage fiscal (*)	6 068 €	9 868 €	6 032 €	10 543 €	13 012 €	8 269 €	15 595 €

Source : Mission, à partir des données DGFIP.

() Note : pour le calcul de l'investissement moyen associé à l'avantage fiscal des fonds fiscaux ISF et des holdings, la mission a procédé à des simulations reposant sur les hypothèses suivantes : pour les fonds fiscaux ISF, le taux de l'avantage fiscal est estimé, en moyenne, à 30 % ; pour les holdings, ce taux est estimé à 75 %. Ces hypothèses sont conservées dans toute la présente annexe.*

2.1. Les souscripteurs de fonds fiscaux IR ont un patrimoine et des revenus qui les rattachent aux catégories socioprofessionnelles intermédiaires

Afin d'étudier la situation patrimoniale des bénéficiaires des différentes niches fiscales, la mission a procédé à l'examen :

- ◆ des niveaux des revenus fiscaux de référence ;
- ◆ de la valeur des patrimoines ;
- ◆ de la nature des revenus dominants.

2.1.1. Revenu fiscal de référence des souscripteurs

2.1.1.1. Pour les FCPI-IR et les FIP-IR : un revenu médian de l'ordre de 60 000 €

Alors que les montants moyens d'avantage fiscal sont sensiblement équivalents pour les souscripteurs de FCPI-IR et de FIP-IR (environ 1 500 € de réduction d'impôt en 2009 par souscripteur, soit un investissement de 6 000 €), les souscripteurs de ces deux dispositifs ont des caractéristiques différentes en termes de revenu.

En effet, le revenu fiscal de référence médian des souscripteurs de FCPI s'établissait, en 2009, à 58 145 €, contre 66 751 € pour les souscripteurs de FIP (soit 15 % de plus).

Concernant les FCPI-IR, d'autres éléments méritent d'être relevés :

- ◆ 30 % des souscripteurs de FCPI-IR ont un revenu annuel inférieur à 33 423 €, ce qui est peu élevé par rapport au risque pris ;
- ◆ quel que soit le décile étudié, l'avantage fiscal bénéficiant aux souscripteurs est élevé, au regard de la situation financière de ceux-ci :
 - les souscripteurs de FCPI-IR disposant d'un revenu annuel inférieur à 25 826 €, qui représentent 10 % des bénéficiaires, ont perçu en 2009 un avantage fiscal de 604 €, ce qui traduit un investissement de 2 416 € ;
 - les souscripteurs disposant d'un revenu annuel compris entre 25 826 € et 58 145 € (40 % des souscripteurs) ont perçu un avantage fiscal moyen compris entre 858 € et 1 273 €, ce qui traduit un investissement dans un FCPI compris entre 3 432 € et 5 092 € ;
 - le montant de la souscription est relativement proche pour 60 % des tranches d'imposition (il évolue entre 3 432 € et 6 772 €).

Ainsi, le FCPI IR est souscrit, pour des montants conséquents, par des épargnants dont les revenus, sans être modestes, ne sont pas particulièrement élevés. Ce constat interroge d'autant plus le bien-fondé de l'avantage fiscal, qui incite les souscripteurs à porter un niveau de risque particulièrement important (cf. supra).

Annexe III

Tableau 18 : Répartition des bénéficiaires d'un avantage fiscal pour les FCPI-IR, par décile de tranches d'imposition (2009)

	Montant de la réduction d'impôt (en M€)	Nombre de foyers bénéficiaires	Avantage fiscal moyen (en €)
RFR <= 25 826 €	4,76	7 541	604
25 826 € < RFR <= 33 423 €	6,74	7 538	858
33 423 € < RFR <= 41 020 €	8	7 539	1 022
41 020 € < RFR <= 48 966 €	8,98	7 542	1 155
48 966 € < RFR <= 58 145 €	9,87	7 537	1 273
58 145 € < RFR <= 69 905 €	10,93	7 539	1 418
69 905 € < RFR <= 85 972 €	13,01	7 540	1 693
85 972 € < RFR <= 112 221 €	14,89	7 539	1 939
112 221 € < RFR <= 169 024 €	17,6	7 539	2 298
169 024 € < RFR	22,49	7 539	2 911
Total	117,27	75 393	1 517

Source : DGFIP, à partir des déclarations d'impôt sur le revenu.

Note : RFR = revenu fiscal de référence.

Tableau 19 : Répartition des bénéficiaires d'un avantage fiscal pour les FIP-IR, par décile de tranches d'imposition (2009)

	Montant de la réduction d'impôt (en M€)	Nombre de foyers bénéficiaires	Avantage fiscal moyen (en €)
RFR < 28 188 €	3,42	5 290	625
28 188 € < RFR < 37 275 €	4,92	5 290	895
37 275 € < RFR < 46 088 €	5,75	5 286	1 056
46 088 € < RFR < 55 676 €	6,45	5 290	1 189
55 676 € < RFR < 66 751 €	7,08	5 288	1 303
66 751 € < RFR < 80 654 €	8,09	5 288	1 502
80 654 € < RFR < 99 759 €	9,25	5 289	1 721
99 759 € < RFR < 131 413 €	10,29	5 288	1 912
131 413 € < RFR < 202 118 €	11,87	5 289	2 201
202 118 € < RFR	14,63	5 288	2 675
Total	81,75	52 886	1 508

Source : DGFIP, à partir des déclarations d'impôt sur le revenu.

2.1.1.2. Pour les investissements directs dans les entreprises (IR et ISF) : des profils d'investisseurs très différents

Pour les investissements directs au capital des PME, la nature des souscripteurs et le montant de l'avantage fiscal accordé sont très différents suivant que la réduction d'impôt s'impute sur l'IR ou sur l'ISF :

- ◆ l'avantage fiscal annuel moyen s'est élevé, pour les contribuables à l'IR, à 2 067 € en 2009 (soit un investissement de 8 268 €) ; ce montant est près de six fois inférieur à l'avantage moyen bénéficiant aux assujettis à l'ISF (11 696 €, soit un investissement moyen de 15 595 €) ;
- ◆ pour les investissements directs IR, le revenu annuel médian des souscripteurs s'est élevé à 49 876 € ; ce niveau de revenu, relativement peu élevé, est inférieur au revenu annuel médian des souscripteurs de FCPI IR (58 145 €) ;
- ◆ pour les investissements directs ISF, le revenu médian s'est élevé à 131 560 €.

Annexe III

Compte tenu du niveau de risque très important résultant d'un investissement direct²¹ dans une PME, la mission estime que toute nouvelle mesure qui viserait²² à encourager, pour les contribuables à l'IR, la souscription directe au capital des PME, doit être écartée au profit d'instruments comportant une forte composante de mutualisation.

Tableau 20 : Répartition des bénéficiaires d'un avantage fiscal au titre de l'IR pour les investissements directs, par décile de tranches d'imposition (2009)

	Montant de la réduction d'impôt (en M€)	Nombre de foyers bénéficiaires	Avantage fiscal moyen (en €)
RFR < 19 115 €	4	10 042	399
19 115 € < RFR < 26 353,5 €	6,9	10 040	686
26 353,5 € < RFR < 33 368,5 €	8,95	10 041	891
33 368,5 € < RFR < 40 782,5 €	11,62	10 041	1 154
40 782,5 € < RFR < 49 876 €	14,65	10 042	1 455
49 876 € < RFR < 61 378 €	18,42	10 040	1 827
61 378 € < RFR < 77 380 €	24,12	10 041	2 391
77 380 € < RFR < 103 391 €	33,39	10 041	3 306
103 391 € < RFR < 160 870,5 €	40,95	10 041	4 044
160 870,5 € < RFR	46,25	10 041	4 519
Total	209,26	100 410	2067,2

Source : DGFIP, à partir des déclarations d'impôt sur le revenu.

Tableau 21 : Répartition des bénéficiaires d'un avantage fiscal pour les investissements directs au titre de l'ISF, par décile de tranches d'imposition (2009)

	Montant de la réduction d'impôt (en M€)	Nombre de foyers bénéficiaires	Avantage fiscal moyen (en €)
RFR < 39 438 €	33,91	3 205	8 346
39 438 € < RFR < 62 448 €	26,64	3 205	6 841
62 448 € < RFR < 82 460 €	27,88	3 205	7 427
82 460 € < RFR < 104 310 €	31,84	3 204	8 585
104 310 € < RFR < 131 560 €	34,03	3 206	9 445
131 560 € < RFR < 166 832 €	37,39	3 205	10 407
166 832 € < RFR < 220 347 €	42,11	3 205	11 768
220 347 € < RFR < 322 489 €	47,69	3 206	13 355
322 489 € < RFR < 596 472 €	57,31	3 205	16 527
RFR > 596 472 €	81,92	3 205	24 262
Total	420,71	32 051	11 696

Source : DGFIP, à partir des déclarations d'impôt sur le revenu.

²¹ Par construction, l'investissement intermédié est moins risqué qu'un investissement direct car il s'accompagne d'une mutualisation du risque entre souscripteurs.

²² Par exemple, une augmentation du plafond de l'avantage fiscal ou du taux de réduction d'impôt.

2.1.2. Valeur du patrimoine des souscripteurs

2.1.2.1. Pour les FCPI-IR et les FIP-IR : les souscripteurs de FIP-IR sensiblement plus riches que les souscripteurs de FCPI-IR

Concernant le patrimoine des souscripteurs de fonds fiscaux IR, plusieurs différences entre les FIP et les FCPI peuvent être relevées :

- ◆ **le patrimoine des souscripteurs de FIP-IR excède très sensiblement celui des souscripteurs de FCPI-IR :**
 - près de 30,4 % des souscripteurs de FCPI-IR sont assujettis à l'ISF, contre 49,3 % des souscripteurs de FIP-IR ;
 - 17,4 % des souscripteurs de FCPI-IR ont un patrimoine supérieur à 1,28 M€, contre 29,9 % des souscripteurs de FIP-IR.
- ◆ pour toutes les tranches de patrimoine, l'avantage fiscal perçu par les souscripteurs de FCPI-IR est supérieur à celui perçu par les souscripteurs de FIP-IR : **les souscripteurs de FCPI-IR, pourtant dotés d'un patrimoine moins important, témoignent de manière homogène d'une appétence plus forte à l'investissement et à la prise de risque que les souscripteurs de FIP-IR.**

Par ailleurs, le patrimoine des souscripteurs de FCPI-IR semble faible au regard du risque attaché à cet investissement ; cette observation rejoint par conséquent les conclusions issues de l'étude du revenu fiscal des souscripteurs (*cf. supra*).

Tableau 22 : Répartition des souscripteurs de FCPI-IR en fonction de leur patrimoine (2009)

Tranche d'ISF	Nombre de foyers bénéficiaires	% du total des bénéficiaires	Montant total de la réduction d'impôt (en M€)	Avantage fiscal moyen (en €)
Non assujettis à l'ISF	52 509	69,6 %	70,62	NC
Patrimoine compris entre 790 k€ et 1 280 k€	9 727	12,9 %	15,73	1 578
Patrimoine compris entre 1 280 k€ et 2 520 k€	9 933	13,2 %	20,87	2 031
Patrimoine compris entre 2 520 k€ et 3 960 k€	2 141	2,8 %	6,2	2 770
Patrimoine compris entre 3 960 k€ et 7 570 k€	893	1,2 %	3,18	3 379
Patrimoine compris entre 7 570 k€ et 16 480 k€	160	0,2 %	0,68	4 002
Patrimoine supérieur à 16 480 k€	30	0,0 %	0,12	3 900
Total des assujettis ISF	22 884	30,4 %	46,65	1 976

Source : DGFIP.

Annexe III

Tableau 23 : Répartition des souscripteurs de FIP-IR en fonction de leur patrimoine (2009)

Tranche d'ISF	Nombre de foyers bénéficiaires	% du total des bénéficiaires	Montant total de la réduction d'impôt (en M€)	Avantage fiscal moyen (en €)
Non assujettis à l'ISF	26 795	50,7 %	38,86	NC
Patrimoine compris entre 790 k€ et 1 280 k€	10 211	19,3 %	11,89	1 139
Patrimoine compris entre 1 280 k€ et 2 520 k€	12 134	22,9 %	20,53	1 636
Patrimoine compris entre 2 520 k€ et 3 960 k€	2 604	4,9 %	6,6	2 453
Patrimoine compris entre 3 960 k€ et 7 570 k€	966	1,8 %	3,15	3 111
Patrimoine compris entre 7 570 k€ et 16 480 k€	154	0,3 %	0,62	3 757
Patrimoine supérieur à 16 480 k€	22	0,0 %	0,1	3 859
Total des assujettis ISF	26 091	49,3 %	42,89	1 592

Source : DGFIP.

2.1.2.2. Pour les FCPI-ISF et les FIP-ISF : une souscription faite par le « petit ISF »

Pour les souscripteurs de fonds fiscaux ISF, **deux traits caractéristiques peuvent être relevés :**

- ◆ les souscripteurs des fonds fiscaux ISF sont **principalement présents dans les premières tranches de l'ISF** (en 2009, 89,6 % des souscripteurs de FCPI-ISF, et 87,2 % des souscripteurs de FIP-ISF, avaient un patrimoine inférieur à 2,5 M€) ;
- ◆ pour cinq tranches des six du barème, **l'avantage fiscal moyen est supérieur pour les souscripteurs de FIP à celui perçu par les souscripteurs de FCPI.**

Ainsi, la souscription aux fonds fiscaux ISF bénéficie principalement au « petit ISF » ; celui-ci privilégie pour ses investissements le véhicule FIP, même si la différence avec le FCPI est modeste.

Annexe III

Tableau 24 : Répartition des souscripteurs de FCPI-ISF en fonction de leur patrimoine (2009)

Tranche d'ISF	Nombre de foyers bénéficiaires	% du total des bénéficiaires	Montant total de la réduction d'impôt (en M€)	Avantage fiscal moyen (en €)
Patrimoine compris entre 790 k€ et 1 280 k€	5 467	43,1 %	8,35	1 213
Patrimoine compris entre 1 280 k€ et 2 520 k€	5 902	46,5 %	21,45	3 466
Patrimoine compris entre 2 520 k€ et 3 960 k€	968	7,6 %	6,3	6 387
Patrimoine compris entre 3 960 k€ et 7 570 k€	306	2,4 %	2,96	9 538
Patrimoine compris entre 7 570 k€ et 16 480 k€	41	0,3 %	0,53	12 245
Patrimoine supérieur à 16 480 k€	8	0,1 %	0,08	8 239
Total	12 692	100,0 %	39,68	2 896

Source : DGFIP.

Tableau 25 : Répartition des souscripteurs de FIP-ISF en fonction de leur patrimoine (2009)

Tranche d'ISF	Nombre de foyers bénéficiaires	% du total des bénéficiaires	Montant total de la réduction d'impôt (en M€)	Avantage fiscal moyen (en €)
Patrimoine compris entre 790 k€ et 1 280 k€	8 417	38,6 %	12,34	1 227
Patrimoine compris entre 1 280 k€ et 2 520 k€	10 584	48,6 %	39,49	3 593
Patrimoine compris entre 2 520 k€ et 3 960 k€	2 041	9,4 %	13,7	6 642
Patrimoine compris entre 3 960 k€ et 7 570 k€	646	3,0 %	6,34	9 703
Patrimoine compris entre 7 570 k€ et 16 480 k€	94	0,4 %	1,11	11 101
Patrimoine supérieur à 16 480 k€	17	0,1 %	0,24	10 637
Total	21 799	100,0 %	73,22	3 184

Source : DGFIP.

2.1.2.3. Holdings : des investisseurs sensiblement plus fortunés que ceux des fonds fiscaux, mais moins que les investisseurs directs ISF

Près de 52 % des investisseurs dans les holdings appartiennent à la seconde tranche de l'ISF (entre 1,28 M€ et 2,525 M€ de patrimoine). Il doit être noté que ce type d'investissement est privilégié par les tranches intermédiaires de l'ISF : ainsi, 83,4 % des souscripteurs ont un patrimoine compris entre 1,28 M€ et 7,57 M€.

Annexe III

Tableau 26 : Répartition des souscripteurs de holdings ISF en fonction de leur patrimoine (2009)

Tranche d'ISF	Nombre de foyers bénéficiaires	% du total des bénéficiaires	Montant total de la réduction d'impôt (en M€)	Avantage fiscal moyen (en €)
Patrimoine compris entre 790 k€ et 1 280 k€	2 403	13,9 %	5,53	1 535
Patrimoine compris entre 1 280 k€ et 2 520 k€	8 935	51,6 %	54,52	5 702
Patrimoine compris entre 2 520 k€ et 3 960 k€	3 656	21,1 %	51,71	13 648
Patrimoine compris entre 3 960 k€ et 7 570 k€	1 855	10,7 %	55,17	29 257
Patrimoine compris entre 7 570 k€ et 16 480 k€	395	2,3 %	16,04	39 207
Patrimoine supérieur à 16 480 k€	62	0,4 %	2,55	35 093
Total	17 305	100,0 %	185,53	10 198

Source : DGFIP.

2.1.2.4. Investissements directs IR et ISF : des écarts de patrimoines importants

Les investisseurs directs au capital des PME, qui peuvent bénéficier d'un avantage fiscal au titre de l'IR ou de l'ISF, présentent des caractéristiques patrimoniales différentes selon l'impôt considéré.

Pour les bénéficiaires de l'avantage fiscal à l'IR, il doit être relevé que la majorité d'entre eux (87,2 %) ne sont pas assujettis à l'ISF ; leur patrimoine peut donc être considéré comme étant inférieur à 790 000 €. En outre, ceux-ci bénéficient d'un avantage fiscal dont le montant moyen est homogène suivant les tranches considérées (entre 3 483 € et 6 100 €, ce qui correspond à un investissement moyen compris entre 13 932 et 24 400 €).

Pour les bénéficiaires de l'avantage fiscal à l'ISF, les caractéristiques des investissements laissent apparaître logiquement des profils patrimoniaux plus importants :

- ◆ 82,5 % des bénéficiaires de la niche ont un patrimoine supérieur à 1,28 M€, et 37 % un patrimoine supérieur à 2,52 M€ ;
- ◆ le niveau de l'avantage fiscal est en moyenne cinq fois supérieur à celui dont bénéficient les investisseurs directs au titre de l'IR ; pour les patrimoines supérieurs à 3,96 M€, l'avantage fiscal moyen ISF est près de six fois supérieur ;
- ◆ enfin, la différence d'avantage fiscal entre les investisseurs ISF et IR (75 % de réduction d'impôt pour les premiers contre 25 % pour les seconds) n'empêche pas les bénéficiaires de la niche ISF d'investir dans les entreprises des montants moyens supérieurs à ceux des bénéficiaires de la niche IR. En effet, l'investissement moyen de l'investisseur ISF s'élève à 15 595 €, contre 8 269 € pour l'investisseur IR.

Annexe III

Tableau 27 : Répartition des souscripteurs des investissements directs IR en fonction de leur patrimoine (2009)

Tranche d'ISF	Nombre de foyers bénéficiaires	% du total des bénéficiaires	Montant total de la réduction d'impôt (en M€)	Avantage fiscal moyen (en €)
Non assujettis à l'ISF	87 509	87,2 %	160,0	NC
Patrimoine compris entre 790 k€ et 1 280 k€	4 980	5,0 %	17,5	3 483
Patrimoine compris entre 1 280 k€ et 2 520 k€	5 340	5,3 %	19,6	3 617
Patrimoine compris entre 2 520 k€ et 3 960 k€	1 463	1,5 %	6,3	4 148
Patrimoine compris entre 3 960 k€ et 7 570 k€	772	0,8 %	4,1	5 092
Patrimoine compris entre 7 570 k€ et 16 480 k€	261	0,3 %	1,6	6 100
Patrimoine supérieur à 16 480 k€	85	0,1 %	0,51	5 866
Total des assujettis à l'ISF	12 901	12,8 %	49,57	3 779

Source : DGFIP.

Tableau 28 : Répartition des souscripteurs des investissements directs ISF en fonction de leur patrimoine (2009)

Tranche d'ISF	Nombre de foyers bénéficiaires	% du total des bénéficiaires	Montant total de la réduction d'impôt (en M€)	Avantage fiscal moyen (en €)
Patrimoine compris entre 790 k€ et 1 280 k€	5 610	17,5 %	18,91	1 363
Patrimoine compris entre 1 280 k€ et 2 520 k€	14 591	45,5 %	102,39	5 811
Patrimoine compris entre 2 520 k€ et 3 960 k€	6 345	19,8 %	102,84	14 950
Patrimoine compris entre 3 960 k€ et 7 570 k€	4 122	12,9 %	138,97	32 748
Patrimoine compris entre 7 570 k€ et 16 480 k€	1 125	3,5 %	46,97	39 360
Patrimoine supérieur à 16 480 k€	258	0,8 %	10,62	32 185
Total	32 051	100,0 %	420,71	11 696

Source : DGFIP.

2.1.3. Nature dominante des revenus des souscripteurs

La nature des revenus dominants varie de manière importante suivant le véhicule considéré :

- ◆ pour les fonds fiscaux IR, près de la moitié des bénéficiaires a pour revenu dominant un traitement ou un salaire ;
- ◆ à l'inverse, les bénéficiaires de niches fiscales ISF (FCPI-ISF, FIP-ISF, holding et investissements directs ISF) sont faiblement représentés dans la catégorie « traitements et salaires », avec des taux allant de 27,2 % pour les FCPI-ISF à 39,0 % pour l'investissement direct. **En revanche, les catégories « pensions et retraites » et « revenus fonciers » sont sureprésentées chez les bénéficiaires de niches ISF :**

Annexe III

- les pensionnés et retraités représentent 37,6 % des souscripteurs de FIP-ISF, 40,6 % des souscripteurs de FCPI-ISF et 30,6 % des investisseurs dans les holdings ; la proportion est toutefois moindre chez les investisseurs direct ISF, avec une proportion de 19,9 % ;
- les bénéficiaires de revenus fonciers représentent plus de 15 % des bénéficiaires de niches ISF.

Tableau 29 : Nature du revenu dominant des bénéficiaires de la niche (2009)

	FCPI IR	FCPI ISF	FIP IR	FIP ISF	Holding	Investissement direct IR	Investissement direct ISF
Traitements et Salaires	54,7 %	27,2 %	49,6 %	28,5 %	32,3 %	78,3 %	39,0 %
Pensions-Retraites	26,1 %	40,6 %	27,3 %	37,6 %	30,6 %	5,6 %	19,9 %
Bénéfices Industriels et Commerciaux	2,6 %	2,4 %	2,7 %	2,3 %	2,0 %	4,1 %	2,0 %
Bénéfices Non Commerciaux	7,3 %	6,1 %	6,8 %	6,5 %	6,9 %	4,5 %	5,7 %
Bénéfices Agricoles	2,0 %	2,8 %	2,6 %	3,3 %	0,8 %	0,9 %	1,1 %
Revenus Fonciers	5,0 %	15,0 %	7,9 %	15,0 %	16,8 %	3,0 %	17,7 %
Revenus de Capitaux Mobiliers	1,3 %	2,5 %	1,9 %	3,0 %	4,7 %	1,7 %	6,4 %
Divers	0,9 %	1,7 %	1,1 %	1,9 %	4,0 %	1,8 %	5,7 %
Sans revenu dominant	0,1 %	1,7 %	0,1 %	1,8 %	1,9 %	0,1 %	2,3 %

Source : Mission, à partir des données DGFIP.

Tableau 30 : Montant de l'avantage fiscal moyen en fonction du revenu dominant (€, 2009)

	FCPI IR	FCPI ISF	FIP IR	FIP ISF	Holding	Investissement direct IR	Investissement direct ISF
Traitements et Salaires	1 457	2 676	1 500	2 912	9 354	1 938	10 246
Pensions-Retraites	1 298	2 591	1 209	2 893	8 798	1 807	9 854
Bénéfices Industriels et Commerciaux	1 933	3 154	2 005	3 391	9 140	1 974	10 262
Bénéfices Non Commerciaux	1 923	3 153	1 936	3 272	8 773	2 643	9 478
Bénéfices Agricoles	1 907	2 453	1 675	2 877	9 198	2 935	9 095
Revenus Fonciers	1 915	3 622	1 667	3 843	12 200	3 118	13 704
Revenus de Capitaux Mobiliers	2 417	3 979	2 277	4 724	13 306	3 542	15 885
Divers	2 624	4 877	2 445	4 825	18 467	3 689	20 074
Sans revenu dominant	2 026	3 158	2 437	3 711	11 054	3 106	12 365

Source : Mission, à partir des données DGFIP.

2.2. Les bénéficiaires de niches ISF sont principalement localisés en Île-de-France

L'étude des caractéristiques géographiques des fonds fiscaux appelle plusieurs commentaires :

- ◆ **concernant les souscripteurs de fonds fiscaux IR (FCPI-IR et FIP-IR) :**
 - **la localisation des bénéficiaires de l'avantage fiscal est proche de celle de l'ensemble des contribuables français :** en outre, il n'existe pas de différence majeure de localisation entre les souscripteurs de FCPI-IR et de FIP-IR ;
 - les montants moyens d'avantage fiscal par région, et les montants investis, sont comparables pour les deux véhicules (en moyenne, l'avantage fiscal moyen par région est compris entre 1 259 € et 1 811 € pour les FCPI-IR, et entre 1 158 € et 1 897 € -hors la Corse, qui bénéficie d'un avantage fiscal spécifique- pour les FIP-IR) ;
 - ces observations sont cohérentes avec le fait que **les FCPI-IR et les FIP-IR soient des produits d'épargne grand public.**

- ◆ **concernant les souscripteurs de fonds fiscaux ISF (FCPI-ISF et FIP-ISF) :**
 - **une plus forte proportion de souscripteur est localisée en Île-de-France ;** ainsi, alors que 20,7 % des contribuables français sont localisés dans cette région, les souscripteurs de FCPI-ISF et de FIP-ISF habitent respectivement à 28,4 % et 29,5 % dans cette région. Cette observation est cohérente avec la concentration de richesses de l'Île-de-France ;
 - l'hétérogénéité des montants moyens d'avantage fiscal (et donc d'investissement) est plus forte par région que pour les fonds fiscaux IR : ainsi, l'avantage fiscal moyen par région est compris entre 2 122 € et 4 810 € pour les FCPI-ISF, et entre 2 758 € et 4 204 € pour les FIP-ISF. Cette observation est cohérente avec l'appétence pour le risque plus forte des souscripteurs de FCPI.

S'agissant des investisseurs directs (ISF) et des souscripteurs à des holdings, ces derniers présentent des caractéristiques différentes :

- ◆ par rapport aux fonds fiscaux, les investisseurs directs ISF ou via une holding sont principalement localisés en Île-de-France ; ainsi, plus de 40 % d'entre eux résident dans cette région. Le diagnostic est cependant différent pour les investisseurs directs IR, qui possèdent une répartition géographique proche de celle des souscripteurs de fonds fiscaux ;
- ◆ les montants moyens d'avantage fiscal présentent une plus forte hétérogénéité pour les holdings que pour les investissements directs ou les fonds fiscaux :
 - pour les investissements via des holdings, le montant moyen d'avantage fiscal est compris entre 7 806 € en Limousin et 14 961 € en Corse ; il doit par ailleurs être relevé que les non-résidents bénéficient d'un avantage fiscal moyen très important (14 334 €) ;
 - pour les investissements directs au titre de l'ISF, la différence est moindre ; ainsi, le montant moyen d'avantage fiscal est compris entre 9 453 € en Corse et 12 834 € pour les non-résidents ;
 - pour les investisseurs au titre de l'IR, les différences sont moins importantes, avec un avantage fiscal moyen compris entre 1 701 € (Midi Pyrénées) et 2 508 € (Île-de-France).

Annexe III

Tableau 31 : Répartition géographique des foyers bénéficiaires des niches fiscales (2009)

	Ensemble des contribuables	FCPI IR	FCPI ISF	FIP IR	FIP ISF	Holding	Investissement direct IR	Investissement direct IR
Alsace	2,9 %	4,6 %	2,9 %	4,0 %	2,4 %	1,8 %	3,1 %	1,9 %
Aquitaine	4,9 %	3,3 %	4,2 %	4,9 %	5,1 %	2,6 %	4,5 %	3,7 %
Auvergne	2,0 %	1,9 %	1,3 %	1,2 %	1,6 %	1,0 %	1,7 %	0,8 %
Basse Normandie	2,2 %	1,7 %	1,4 %	2,0 %	2,2 %	1,6 %	2,2 %	1,1 %
Bourgogne	2,5 %	2,3 %	1,6 %	2,1 %	2,3 %	1,3 %	2,2 %	1,2 %
Bretagne	4,6 %	6,5 %	6,2 %	7,8 %	5,3 %	4,5 %	5,4 %	3,3 %
Centre	3,9 %	3,3 %	3,8 %	3,1 %	3,5 %	2,0 %	3,1 %	1,9 %
Champagne Ardenne	2,0 %	1,8 %	1,6 %	2,1 %	3,6 %	0,9 %	1,7 %	1,2 %
Corse	0,4 %	0,1 %	0,1 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,2 %	0,3 %
DOM	2,4 %	0,8 %	0,4 %	0,5 %	0,2 %	0,4 %	0,8 %	1,0 %
Franche Comte	1,8 %	1,5 %	1,2 %	1,0 %	0,8 %	0,6 %	1,6 %	0,5 %
Haute Normandie	2,9 %	2,3 %	2,7 %	2,1 %	1,8 %	1,4 %	2,1 %	1,5 %
Ile de France	20,7 %	22,0 %	28,4 %	24,5 %	29,5 %	42,7 %	22,6 %	45,2 %
Languedoc Roussillon	3,8 %	3,3 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,4 %	3,5 %	2,4 %
Limousin	1,0 %	0,9 %	0,9 %	0,7 %	0,7 %	0,4 %	0,9 %	0,5 %
Lorraine	3,5 %	3,9 %	2,9 %	2,6 %	1,8 %	1,6 %	3,0 %	1,5 %
Midi Pyrénées	4,3 %	3,8 %	2,7 %	4,8 %	3,7 %	2,4 %	4,0 %	2,5 %
Nord Pas de Calais	6,0 %	7,5 %	5,1 %	6,1 %	4,9 %	5,5 %	5,0 %	4,2 %
Pays de la Loire	5,3 %	5,4 %	5,6 %	5,3 %	5,4 %	3,8 %	6,8 %	3,8 %
Picardie	3,0 %	2,2 %	2,4 %	2,1 %	3,1 %	1,7 %	1,9 %	1,5 %
Poitou-Charentes	2,6 %	1,9 %	2,9 %	2,0 %	2,0 %	1,3 %	2,7 %	1,4 %
Provence Alpes-Cote d Azur	7,6 %	8,1 %	8,1 %	7,2 %	7,2 %	8,7 %	7,6 %	8,0 %
Rhône Alpes	9,7 %	10,8 %	10,4 %	11,1 %	10,1 %	10,9 %	13,1 %	9,8 %
Non résident	NC	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,2 %	0,4 %	0,1 %	0,7 %

Source : DGFIP.

Annexe III

Tableau 32 : Montant moyen de l'avantage fiscal par région (en €, 2009)

	FCPI IR	FCPI ISF	FIP IR	FIP ISF	Holding	Investissement direct IR	Investissement direct ISF
Alsace	1 389	3 049	1 341	2 916	9 902	1 888	12 744
Aquitaine	1 511	2 825	1 574	3 320	8 722	1 957	9 987
Auvergne	1 286	2 636	1 433	2 763	8 949	2 078	11 016
Basse Normandie	1 475	2 122	1 548	3 099	8 500	2 160	11 066
Bourgogne	1 313	2 413	1 424	2 763	9 323	1 766	10 041
Bretagne	1 429	2 729	1 386	2 875	10 489	2 021	11 630
Centre	1 415	2 695	1 379	2 928	8 824	1 995	10 537
Champagne Ardenne	1 477	2 686	1 501	2 922	10 078	2 228	9 977
Corse	1 698	4 810	3 352	4 204	14 961	1 795	9 453
DOM	1 374	4 300	1 897	3 652	9 123	2 492	11 818
Franche Comte	1 377	2 761	1 371	2 802	11 149	1 765	11 045
Haute Normandie	1 507	2 600	1 518	3 362	9 329	2 083	9 741
Ile de France	1 811	3 208	1 640	3 423	11 632	2 508	12 747
Languedoc Roussillon	1 485	2 784	1 592	3 175	8 400	1 848	9 834
Limousin	1 259	2 857	1 158	2 758	7 806	1 776	11 115
Lorraine	1 339	3 115	1 404	3 723	8 587	1 930	11 255
Midi Pyrénées	1 462	2 717	1 445	3 025	10 073	1 701	10 475
Nord Pas de Calais	1 323	2 659	1 453	3 219	9 412	2 076	10 783
Pays de la Loire	1 491	2 580	1 356	3 108	9 750	1 869	11 353
Picardie	1 449	2 940	1 454	3 173	9 337	2 089	10 436
Poitou-Charentes	1 485	2 556	1 489	2 941	8 531	1 754	11 337
Provence Alpes-Cote d Azur	1 517	3 181	1 607	3 260	8 720	1 985	10 923
Rhône Alpes	1 469	2 622	1 457	2 991	8 278	1 883	10 655
Non résident	1 499	4 205	1 482	3 510	14 334	2 383	12 834
Moyenne	1 452	2 960	1 553	3 163	9 759	2 001	10 950

Source : DGFIP.

Annexe III

Tableau 33 : Estimation de l'investissement moyen par région (€, 2009)

	FCPI IR	FCPI ISF	FIP IR	FIP ISF	Holding	Investissement direct IR	Investissement direct ISF
Alsace	5 556	10 163	5 364	9 720	13 203	7 552	16 992
Aquitaine	6 044	9 417	6 296	11 067	11 629	7 828	13 316
Auvergne	5 144	8 787	5 732	9 210	11 932	8 312	14 688
Basse Normandie	5 900	7 073	6 192	10 330	11 333	8 640	14 755
Bourgogne	5 252	8 043	5 696	9 210	12 431	7 064	13 388
Bretagne	5 716	9 097	5 544	9 583	13 985	8 084	15 507
Centre	5 660	8 983	5 516	9 760	11 765	7 980	14 049
Champagne Ardenne	5 908	8 953	6 004	9 740	13 437	8 912	13 303
Corse	6 792	16 033	13 408	14 013	19 948	7 180	12 604
DOM	5 496	14 333	7 588	12 173	12 164	9 968	15 757
Franche Comte	5 508	9 203	5 484	9 340	14 865	7 060	14 727
Haute Normandie	6 028	8 667	6 072	11 207	12 439	8 332	12 988
Ile de France	7 244	10 693	6 560	11 410	15 509	10 032	16 996
Languedoc Roussillon	5 940	9 280	6 368	10 583	11 200	7 392	13 112
Limousin	5 036	9 523	4 632	9 193	10 408	7 104	14 820
Lorraine	5 356	10 383	5 616	12 410	11 449	7 720	15 007
Midi Pyrénées	5 848	9 057	5 780	10 083	13 431	6 804	13 967
Nord Pas de Calais	5 292	8 863	5 812	10 730	12 549	8 304	14 377
Pays de la Loire	5 964	8 600	5 424	10 360	13 000	7 476	15 137
Picardie	5 796	9 800	5 816	10 577	12 449	8 356	13 915
Poitou-Charentes	5 940	8 520	5 956	9 803	11 375	7 016	15 116
Provence Alpes-Cote d Azur	6 068	10 603	6 428	10 867	11 627	7 940	14 564
Rhône Alpes	5 876	8 740	5 828	9 970	11 037	7 532	14 207
Non résident	5 996	14 017	5 928	11 700	19 112	9 532	17 112
Moyenne	5 807	9 868	6 210	10 543	13 012	8 005	14 600

Source : Mission, à partir des montants moyens de l'avantage fiscal fournis par la DGFIP.

2.3. Si la plupart des bénéficiaires de niches ont un âge compris entre 40 ans et 69 ans, les investisseurs directs IR sont *a contrario* particulièrement jeunes

Deux constats peuvent être dressés après étude de l'âge de souscripteurs :

- ♦ **d'une part, les avantages fiscaux (IR et ISF) bénéficient pour près de 70 % à des contribuables dont l'âge est compris entre 40 et 69 ans, à l'exception de la niche portant sur les investissements directs au titre de l'IR.** En effet, les bénéficiaires de cette niche présentent un profil beaucoup plus jeunes que ceux des autres niches (39,7 % d'entre eux ont moins de 39 ans), ce qui tend à montrer que celle-ci bénéficie principalement à de jeunes entrepreneurs (ou à leurs proches) ;
- ♦ **d'autre part, les avantages fiscaux liés à l'ISF bénéficient en moyenne à des contribuables plus âgés que les avantages fiscaux liés à l'IR ;** par exemple, l'âge médian des souscripteurs de FCPI-ISF, de FIP-ISF et de holdings est compris entre 60 et 69 ans, contre un âge médian compris entre 50 et 59 ans pour les souscripteurs de fonds fiscaux IR.

Tableau 34 : Age médian des bénéficiaires des niches fiscales (2009)

	FCPI IR	FCPI ISF	FIP IR	FIP ISF	Holding	Investissement direct IR	Investissement direct ISF
Age médian des souscripteurs	Entre 50 et 59 ans	Entre 60 et 69 ans	Entre 50 et 59 ans	Entre 60 et 69 ans	Entre 60 et 69 ans	Entre 40 et 49 ans	Entre 50 et 59 ans
Proportion des souscripteurs entre 40 et 69 ans	72,7 %	68,9 %	73,0 %	68,9 %	73,4 %	58,0 %	78,6 %

Source : Mission, à partir des données DGFIP.

Enfin, concernant les fonds fiscaux, on peut noter la présence de souscripteurs particulièrement âgés au regard de la faible liquidité et de la durée de détention requise de ces produits d'épargne : ainsi, les nouveaux souscripteurs de plus de 90 ans sont en 2009 au nombre de 272 pour les FCPI (IR et ISF) et de 332 pour les FIP (IR et ISF) ; **la mission considère que la présence d'un nombre significatif de souscripteurs octogénaires ou nonagénaires soulève des questions sur les modalités de distribution de ces produits financiers.**

Tableau 35 : Répartition par âge des souscripteurs de FCPI-IR (2009)

	Montant de la réduction d'impôt (en M€)	Nombre de foyers bénéficiaires	% du total	Avantage fiscal moyen (en €)
18 / 29 ans	1,43	1 506	2,0 %	928
30 / 39 ans	9,88	7 725	10,2 %	1 253
40 / 49 ans	26,85	17 260	22,9 %	1 524
50 / 59 ans	35,97	21 598	28,6 %	1 631
60 / 69 ans	25,66	15 941	21,1 %	1 571
70 / 79 ans	11,87	7 969	10,6 %	1 435
80 / 89 ans	5,28	3 189	4,2 %	1 567
Plus de 90 ans	0,34	205	0,3 %	1 435
Total	117,27	75 393	100,0 %	1 418

Source : DGFIP.

Annexe III

Tableau 36 : Répartition par âge des souscripteurs de FCPI-ISF (2009)

	Montant de la réduction d'impôt (en M€)	Nombre de foyers bénéficiaires	% du total	Avantage fiscal moyen (en €)
18 / 29 ans	0,12	25	0,2 %	4 278
30 / 39 ans	0,52	176	1,4 %	2 799
40 / 49 ans	3,55	1 191	9,4 %	2 620
50 / 59 ans	10,04	3 168	25,0 %	2 893
60 / 69 ans	13,32	4 380	34,5 %	2 852
70 / 79 ans	8,02	2 614	20,6 %	2 877
80 / 89 ans	3,86	1 071	8,4 %	3 394
Plus de 90 ans	0,25	67	0,5 %	3 361
Total	39,68	12 692	100,0 %	3 134

Source : DGFIP.

Tableau 37 : Répartition par âge des souscripteurs de FIP-IR (2009)

	Montant de la réduction d'impôt (en M€)	Nombre de foyers bénéficiaires	% du total	Avantage fiscal moyen (en €)
18 / 29 ans	0,91	819	1,5 %	1 102
30 / 39 ans	6,42	4 413	8,3 %	1 423
40 / 49 ans	17,78	10 788	20,4 %	1 605
50 / 59 ans	24,98	15 252	28,8 %	1 604
60 / 69 ans	18,92	12 564	23,8 %	1 471
70 / 79 ans	8,53	6 227	11,8 %	1 333
80 / 89 ans	3,9	2 639	5,0 %	1 410
Plus de 90 ans	0,3	184	0,3 %	1 493
Total	81,75	52 886	100,0 %	1 430

Source : DGFIP.

Tableau 38 : Répartition par âge des souscripteurs de FIP-ISF (2009)

	Montant de la réduction d'impôt (en M€)	Nombre de foyers bénéficiaires	% du total	Avantage fiscal moyen (en €)
18 / 29 ans	0,12	39	0,2 %	2 679
30 / 39 ans	0,93	312	1,4 %	2 640
40 / 49 ans	7,16	2 235	10,3 %	2 968
50 / 59 ans	18,11	5 605	25,7 %	3 063
60 / 69 ans	23,57	7 178	32,9 %	3 129
70 / 79 ans	14,3	4 156	19,1 %	3 282
80 / 89 ans	8,36	2 126	9,8 %	3 747
Plus de 90 ans	0,66	148	0,7 %	4 052
Total	73,22	21 799	100,0 %	3 195

Source : DGFIP.

Annexe III

Tableau 39 : Répartition par âge des souscripteurs de Holding (2009)

	Montant de la réduction d'impôt (en M€)	Nombre de foyers bénéficiaires	% du total	Avantage fiscal moyen (en €)
18 / 29 ans	0,81	97	0,6 %	7 829
30 / 39 ans	4,77	451	2,6 %	9 459
40 / 49 ans	23,31	2 170	12,5 %	9 998
50 / 59 ans	49,31	4 708	27,2 %	9 869
60 / 69 ans	63,18	5 828	33,7 %	10 404
70 / 79 ans	28,9	2 746	15,9 %	10 177
80 / 89 ans	14,02	1 210	7,0 %	11 147
Plus de 90 ans	1,23	95	0,5 %	12 565
Total	185,53	17 305	100,0 %	10 181

Source : DGFIP.

Tableau 40 : Répartition par âge des investisseurs directs au titre de l'IR (2009)

	Montant de la réduction d'impôt (en M€)	Nombre de foyers bénéficiaires	% du total	Avantage fiscal moyen (en €)
18 / 29 ans	9,72	10 275	10,2 %	943
30 / 39 ans	50,5	29 572	29,5 %	1 699
40 / 49 ans	72,17	30 610	30,5 %	2 339
50 / 59 ans	52,66	19 998	19,9 %	2 607
60 / 69 ans	18,99	7 598	7,6 %	2 466
70 / 79 ans	4,07	1 807	1,8 %	2 229
80 / 89 ans	1,1	529	0,5 %	2 085
Plus de 90 ans	0,04	21	0,0 %	1 923
Total	209,26	100 410	100,0 %	2036

Source : DGFIP.

Tableau 41 : Répartition par âge des investisseurs directs au titre de l'ISF (2009)

	Montant de la réduction d'impôt (en M€)	Nombre de foyers bénéficiaires	% du total	Avantage fiscal moyen (en €)
18 / 29 ans	2,5	238	0,7 %	8 648
30 / 39 ans	19,37	1 493	4,7 %	10 547
40 / 49 ans	78,98	6 126	19,1 %	10 956
50 / 59 ans	125,07	9 794	30,6 %	11 278
60 / 69 ans	125,64	9 285	29,0 %	12 342
70 / 79 ans	48,96	3 627	11,3 %	12 707
80 / 89 ans	18,73	1 380	4,3 %	12 598
Plus de 90 ans	1,46	108	0,3 %	13 123
Total	420,71	32 051	100,0 %	11 525

Source : DGFIP.

2.4. Les souscripteurs de fonds fiscaux ne répètent pas leurs investissements dans le temps, ce qui est particulièrement risqué

Dans leur majorité, et quel que soit l'avantage fiscal étudié, les contribuables ne répètent pas d'une année sur l'autre leurs investissements. En effet, le taux de non-répétition de l'avantage fiscal est compris, pour les années 2007 à 2009, entre 62,7 % (pour la souscription directe au capital des PME au titre de l'ISF) et 81,0 % (pour la souscription à des holdings).

Annexe III

Concernant les fonds fiscaux, la mission considère, toutes choses étant égales par ailleurs, que les souscripteurs ne se comportent pas en investisseurs avisés en ne répétant dans le temps pas leur investissement. En effet, la souscription à des fonds fiscaux est particulièrement risquée, en raison d'un effet « millésime » marqué (*cf. supra*). Par conséquent, et compte tenu de la volatilité des performances de ces véhicules, une répétition de la souscription dans le temps permet de neutraliser une partie du risque.

Ce comportement peut avoir deux origines non exclusives : d'une part, une faible visibilité des souscripteurs sur le risque des véhicules, d'autre part, l'existence d'un avantage fiscal biaisant les décisions d'investissement.

Tableau 42 : Répétition dans le temps des avantages fiscaux (2007-2009)

	FCPI IR	FCPI ISF	FIP IR	FIP ISF	Holding	Investissement direct ISF
Une souscription	64,7 %	78,2 %	75,2 %	71,2 %	81,0 %	62,7 %
Deux souscriptions	23,1 %	21,8 %	18,7 %	28,8 %	19,0 %	37,3 %
Trois souscriptions	12,2 %	-	6,1 %	-	-	-

Source : DGFIP.

Note : Pour les dispositifs ISF, seules les souscriptions réalisées lors des années 2008 et 2009 étaient connues à la date de la mission.

2.5. La participation à des fonds fiscaux intervient alors que d'autres produits d'épargne en actions, bénéficiant également d'un avantage fiscal, sont moins risqués pour le souscripteur

L'étude du cumul des avantages fiscaux liés à la souscription à des produits d'épargne en actions²³ montre des caractéristiques différentes entre souscripteurs :

- ◆ certains profils de souscripteurs cumulent les avantages liés à la détention de produits d'épargne en actions cotées/non-cotées :
 - les souscripteurs de FCPI-IR et de FCPI-ISF sont également, pour 21 % et 18 % d'entre eux, souscripteurs de FIP. Inversement, les souscripteurs de FIP-IR et de FIP-ISF ont souscrit à des FCPI pour respectivement 30 % et 22 % d'entre eux ;
 - les investisseurs dans des holdings sont ceux qui cumulent le plus d'avantages fiscaux : près de 14 % d'entre eux possèdent un FCPI, et 19 % d'entre eux un FIP ;
 - à l'inverse, les investisseurs directs au capital des PME (IR et ISF) affichent un profil différent, puisque une majorité d'entre eux n'a pas souscrit à des fonds fiscaux ou à une holding. Ainsi, dans le cas de l'investissement direct au titre de l'IR, 2 % des bénéficiaires ont également un FCPI, 1 % un FIP et 1 % des parts dans une holding.

²³ La mission a étudié le cumul pour les avantages suivants : abattement forfaitaire sur les dividendes, crédit d'impôt sur les dividendes, exonération d'IR des dividendes logés dans un PEA, réduction d'impôt pour souscription au capital d'une PME, réduction d'impôt pour souscription aux FCPI, réduction d'impôt pour souscription aux FIP, réduction d'impôt pour souscription holding ISF.

Annexe III

- ◆ **les souscripteurs de fonds fiscaux et les investisseurs directs au capital des PME des entreprises bénéficient, pour près de 90 % d'entre eux, d'autres avantages fiscaux résultant de la détention de produits d'épargne en actions.** Pour l'essentiel, il s'agit de l'abattement forfaitaire sur les dividendes, et du crédit d'impôt sur les dividendes ;
- ◆ **enfin, pour les fonds fiscaux IR, seuls 62 % des souscripteurs de FCPI-IR et 66 % des souscripteurs de FIP-IR, possèdent un PEA (Plan d'épargne action). Ce taux semble particulièrement bas si l'on prend en compte le risque de souscription aux fonds fiscaux,** et notamment l'effet millésime assez marqué. A l'inverse, la souscription d'actions cotées, sans que celles-ci soient moins volatiles, offre l'avantage de la liquidité et la possibilité d'effacer une perte à plus ou moins courte échéance²⁴ ;

²⁴ En effet, en cas de baisse de valeur d'une action cotée, le souscripteur conserve la possibilité de voir le prix de celle-ci remonter, tant qu'il conserve la propriété du titre. A l'inverse, dans le cas des FCPI ou des FIP, l'effet « millésime » est définitif : d'une part, la liquidation du portefeuille est obligatoire après huit ou dix ans ; d'autre part, en cas de forte baisse de la valeur d'une entreprise sous-jacente, la perte s'avère définitive la plupart du temps.

Annexe III

Tableau 43 : Cumul de la niche avec d'autres avantages fiscaux à la détention d'actions (en % des bénéficiaires de la niche, 2009)

	Abattement forfaitaire sur les dividendes	Crédit d'impôt sur les dividendes	Exonération d'IR des dividendes logés dans un PEA	Réduction d'impôt pour souscription au capital d'une PME	Réduction d'impôt pour souscription aux FCPI	Réduction d'impôt pour souscription aux FIP	Réduction d'impôt pour souscription holding ISF
FCPI IR	74 %	85 %	62 %	2 %	-	21 %	3 %
FCPI ISF	84 %	91 %	73 %	2 %	-	18 %	2 %
FIP IR	78 %	88 %	66 %	2 %	30 %	-	6 %
FIP ISF	83 %	90 %	73 %	2 %	22 %	-	2 %
Holding	82 %	88 %	68 %	7 %	14 %	19 %	-
Investissement direct IR	57 %	63 %	28 %	-	2 %	1 %	1 %
Investissement direct ISF	79 %	84 %	62 %	-	5 %	5 %	2 %

Source : DGFIP.

Au total, l'examen du cumul des niches indique qu'un nombre significatif de souscripteurs de fonds fiscaux IR pourraient souscrire à d'autres produits d'épargne aidés, et moins risqués.

2.6. Les avantages fiscaux pour les fonds IR apparaissent comme surcalibrés pour une proportion significative de souscripteurs

Pour la puissance publique, l'existence d'un avantage fiscal se justifie dès lors que celle-ci souhaite modifier les comportements des agents économiques, en augmentant la rentabilité attendue de leurs décisions. Dans le cas des produits d'épargne en action, la réduction d'impôt entend encourager la souscription à des fonds fiscaux ou l'investissement direct au capital de PME, en répondant à l'aversion supposée pour le risque des souscripteurs.

Toutefois, il est théoriquement possible que l'avantage fiscal ne soit plus adapté aux comportements des agents et soit de fait surcalibré :

- ◆ d'une part, le comportement de ceux-ci peut *ex ante* avoir été mal évalué par la puissance publique ; par exemple, l'aversion pour le risque (et donc le niveau d'avantage fiscal) peut avoir été surévaluée ;
- ◆ d'autre part, le comportement des agents peut avoir été durablement modifié, suite à l'introduction d'un avantage fiscal. Ainsi, il est possible que les agents, incités à investir dans un produit d'épargne, s'accoutument progressivement à celui-ci et y souscrivent désormais naturellement ; dans ce cas, l'avantage fiscal ne se justifie plus car il n'est plus le déterminant de l'investissement.

Afin d'établir un éventuel surcalibrage²⁵, la mission a étudié la sensibilité des souscripteurs aux différents avantages fiscaux :

- ◆ pour les fonds fiscaux ISF, les holdings et l'avantage fiscal ISF lié à l'investissement direct, les montants investis par les contribuables sont pratiquement tous inférieurs aux plafonds prévus par le code général des impôts. En d'autres termes, pour ces dispositifs, la fiscalité joue son rôle en influençant le comportement des agents ;
- ◆ en revanche, **pour les fonds fiscaux IR (FCPI-IR et FIP-IR), près de 7 % des souscripteurs investissent des montants supérieurs aux maxima prévus pour bénéficiaire de l'avantage fiscal.** En d'autres termes, pour une proportion non négligeable de souscripteurs de fonds fiscaux IR, l'existence de l'avantage fiscal n'est pas le seul déterminant de l'investissement.

De ce fait, l'avantage fiscal pour les fonds IR apparaît comme surcalibré pour une proportion significative de souscripteurs ; une réduction des avantages fiscaux bénéficiant aux contribuables IR semble donc également souhaitable de ce point de vue.

Tableau 44 : Versement excédant les versements maximum prévus au titre du crédit d'impôt (2009)

	FCPI IR	FCPI ISF	FIP IR	FIP ISF	Holding	Investissement direct ISF
Versement inférieur au plafond prévu par les textes d'application	92,80 %	99,74 %	93,71 %	99,99 %	100,00 %	100,00 %
Versement supérieur ou égal au plafond prévu par les textes d'application	7,20 %	0,26 %	6,29 %	0,01 %	0,00 %	0,00 %

Source : Mission, d'après les données de la DGFIP.

²⁵ En cas de surcalibrage, l'avantage fiscal peut être assimilé à un effet d'aubaine.

2.7. En les incitant à se comporter en investisseurs non avisés et à s'exposer à des pertes importantes, les avantages fiscaux actuels ne prennent pas suffisamment en compte les intérêts des contribuables

Au total, l'étude des caractéristiques des souscripteurs de fonds fiscaux ou d'investisseurs en direct au capital des PME montre que :

- ◆ **le risque pris par les souscripteurs de FCPI-IR et de FIP-IR est particulièrement élevé au regard de leur situation patrimoniale ;**
- ◆ l'existence d'un avantage fiscal ne compense pas le risque pris lors de la souscription à un fonds fiscal IR, et que **leurs souscripteurs sont incités par la fiscalité à se comporter en investisseurs non-avisés ;**
- ◆ pour une proportion non négligeable des souscripteurs de fonds fiscaux IR, l'avantage fiscal apparaît comme surcalibré ;
- ◆ **les souscripteurs de fonds fiscaux ISF, ou les investisseurs ISF en direct ou via des holdings possèdent des caractéristiques patrimoniales qui leur permettent de s'exposer à des risques de pertes importantes ;**
- ◆ que les investisseurs IR en direct possèdent toutes les caractéristiques de jeunes entrepreneurs (ou des proches de ceux-ci).

Compte tenu de ces éléments, la mission estime que la fiscalité relative aux fonds fiscaux IR ne protège pas suffisamment les intérêts des souscripteurs. En les exposant à des pertes massives au regard de leur patrimoine, les avantages fiscaux IR incitent les souscripteurs à prendre des risques particulièrement importants.

Par conséquent, et dans un souci de protection des épargnants, la mission estime indispensable :

- ◆ **de limiter la prise de risque des contribuables IR, en réduisant leurs possibilités de souscription aux fonds fiscaux ;**
- ◆ **de réserver aux contribuables ISF, plus capables de faire face à des pertes importantes en raison de leur patrimoine, la souscription directe aux fonds fiscaux ;**
- ◆ **de créer, pour les contribuables IR souhaitant investir dans les PME, un produit d'épargne moins risqué, moins sensible à l'effet « millésime » et géré par des intermédiaires financiers plus professionnalisés (cf. annexe n° 2).**

ANNEXE IV

Impact des dispositifs sur les pratiques de marché

SOMMAIRE

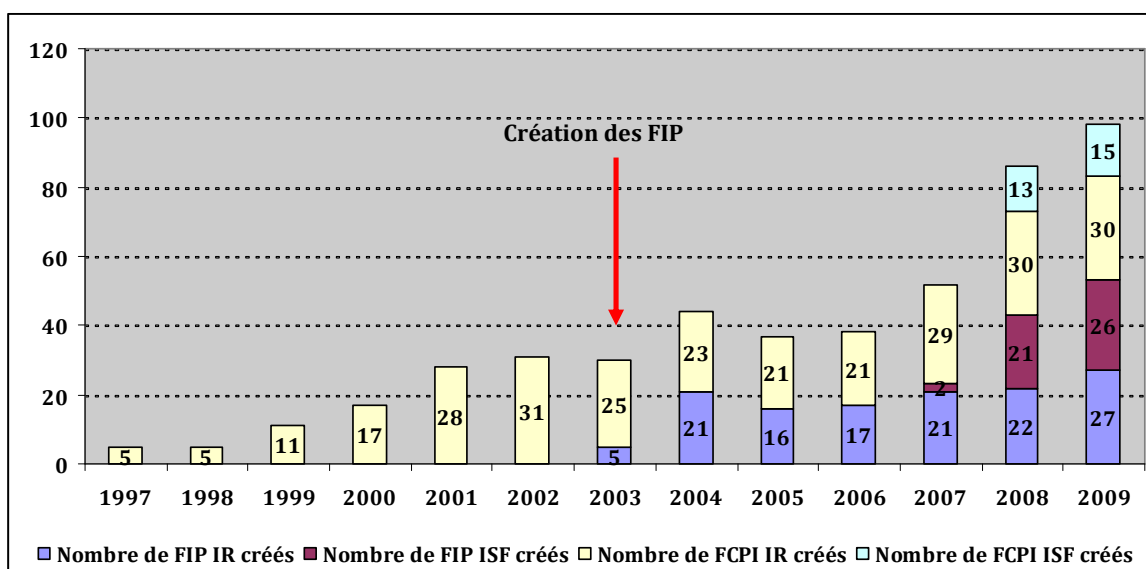
1. LES ACTEURS PROPOSANT DES DISPOSITIFS CONDUISANT A UNE REDUCTION D'IMPOT SE SONT MULTIPLIES, EN PARTICULIER DEPUIS L'ADOPTION DE LA LOI TEPA.....	1
2. CERTAINES SOCIETES DE GESTION ET HOLDINGS ISF ONT MIS EN PLACE DES BONNES PRATIQUES EN TERMES DE TRANSPARENCE ET DE RESPECT DE L'ESPRIT DES TEXTES.....	2
3. LA COMPLEXITE DE LA REGLEMENTATION FRANÇAISE, DOUBLEE DU DECALAGE ENTRE L'ESPRIT DES TEXTES ET LEUR MISE EN ŒUVRE PLAIDENT NEANMOINS POUR UNE SIMPLIFICATION ET UN MEILLEUR CIBLAGE DES DISPOSITIFS.....	7
3.1. Les différents ratios imposés par la législation et les possibilités d'investissement afférents aux dispositifs de réduction d'imposition rendent la réglementation peu lisible et le contrôle de leur respect difficile	7
3.2. La réduction d'impôt sur la fortune à un taux maximal de 75 % a conduit les professionnels du marché à proposer des investissements rentables et peu risqués, à travers des montages très sophistiqués.....	14
3.2.1. <i>Les holdings ISF investissent dans des entreprises au profil très hétérogène ...</i>	14
3.2.2. <i>Certaines holdings ISF ont développé des pratiques d'investissement dans des secteurs rentables et peu risqués, ne justifiant pas d'allocation d'argent public.....</i>	15
3.2.3. <i>Le resserrement des règles de constitution des holdings ISF en 2009 a conduit à la création de montages de contournement</i>	19
4. LES DELAIS D'INVESTISSEMENT IMPOSES AUX FONDS FISCAUX ET AUX HOLDINGS N'ENCOURAGENT PAS UNE ALLOCATION EFFICIENTE DES INVESTISSEMENTS, DANS LA MESURE OU ILS S'AVERENT INADAPTES AUX BESOINS DU MARCHE	22
4.1. Les délais d'investissement rapides couplés à l'importance des montants drainés par les holdings ont pu se traduire par des surévaluations d'entreprises	22
4.2. Les délais d'investissement des fonds fiscaux ne correspondent pas aux besoins du marché.....	23
5. LES POSSIBILITES DE LIQUIDATION DES FONDS SONT D'AUTANT PLUS LIMITEES QUE CES DERNIERS RECOURENT PEU A L'INTRODUCTION SUR LE MARCHE.....	24

1. Les acteurs proposant des dispositifs conduisant à une réduction d'impôt se sont multipliés, en particulier depuis l'adoption de la loi TEPA

Le nombre de FIP et de FCPI créés chaque année a connu une croissance forte depuis 2007. En 2009, le nombre de FCPI créés éligibles à l'avantage fiscal IR et ISF s'élève à 45 structures, soit le plus haut niveau constaté depuis leur création. A la différence des FIP, les véhicules dédiés à l'avantage IR restent largement prépondérants, avec 2/3 des créations en 2009.

Les FIP, pour leur part, se sont rapidement multipliés : de 23 véhicules créés en 2008, ils sont passés à 53 véhicules créés en 2009 dédiés à parts presque égales à l'avantage ISF et à l'avantage IR.

Graphique 1 : Évolution de la population des FIP et des FCPI



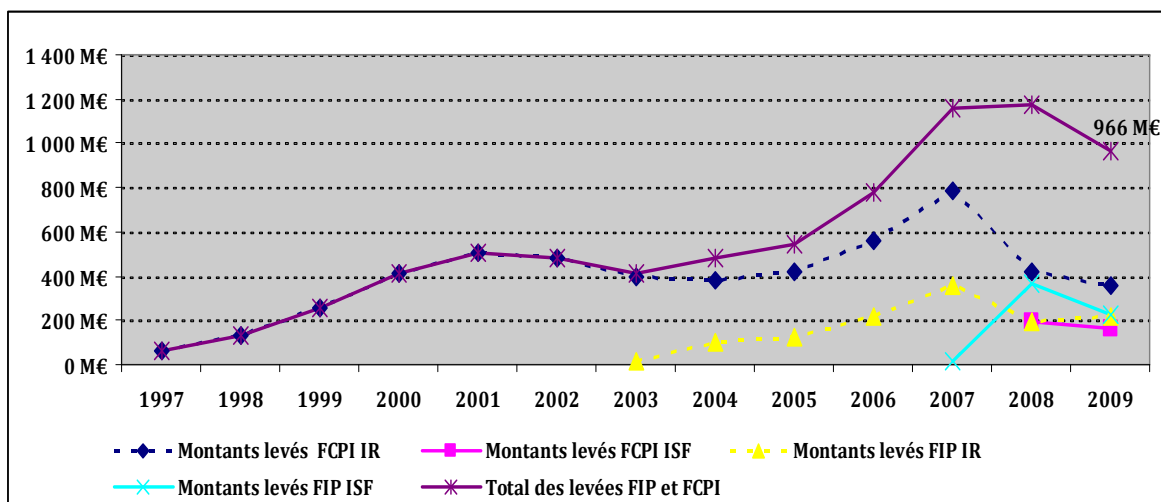
Source : AFIC.

Les montants collectés ont connu une progression parallèle à celle de la création annuelle de véhicules d'investissement, aboutissant à un pic de collecte de 1 178 M€ en 2008. Alors même que le nombre de véhicules créés continue d'augmenter, l'année 2009 connaît toutefois un décrochage en termes de collecte, résultant à la fois de la diminution du nombre de souscripteurs (135 000 en 2009 contre 145 000 en 2008) et du montant moyen des souscriptions (6 660 € pour les fonds créés en 2009 contre 7 780 € pour les fonds créés en 2008).

Il est probable que la décreue observée en 2009 soit liée à la multiplication des véhicules et modes d'investissement concurrençant les FIP et FCPI (holdings, mandats de gestion et mandats de conseil) en offrant des taux de réduction d'ISF plus avantageux. Ainsi, la mise en place de holdings offrant un avantage fiscal maximal de 75 %, alors même que l'avantage fiscal lié à la souscription dans des FIP et des FCPI ne peut dépasser 50 %, a attiré des flux d'investissement importants en 2009 (cf. annexe I : les montants déclarés investis dans des holdings ont progressé de 75 % entre 2008 et 2009).

Annexe IV

Graphique 2 : Montants levés par les FIP et FCPI en fonction de l'avantage fiscal (1997-2009) – en M€



Source : AFIC.

Par ailleurs, l'avantage fiscal de 75 % offert pour les investissements directs a conduit certains acteurs à offrir :

- ◆ **une prestation de mandat de conseil** (le souscripteur est conseillé dans son choix d'investissement par le mandataire) ;
- ◆ **une prestation de mandat de gestion** (le souscripteur délègue son choix d'investissement en direct au mandataire) ;
- ◆ **ou encore un investissement dans une holding animatrice**, considéré comme un investissement direct dans une PME opérationnelle.

L'impact de ces différentes offres est néanmoins davantage visible en 2010 qu'en 2009 du fait des restrictions imposées aux holdings non animatrices (cf. *infra*).

2. Certaines sociétés de gestion et holdings ISF ont mis en place des bonnes pratiques en termes de transparence et de respect de l'esprit des textes

La mission relève que certaines sociétés de gestion et holdings ont mis en place des systèmes d'information à destination des souscripteurs ou des investisseurs, qui consistent à :

- ◆ mettre à disposition un « espace investisseurs » en ligne permettant de suivre la performance des fonds investis ;
- ◆ publier en ligne des rapports de gestion relatifs aux fonds ou aux holdings gérés ;
- ◆ diffuser des informations quant à l'identité et aux caractéristiques des entreprises investies.

Si les fonds n'ont pas d'obligation de rendre ces données publiques, leur mise à disposition permet d'augmenter la comparabilité des pratiques de gestion, quoiqu'encore lacunaire.

Par ailleurs, la mission relève que certaines holdings se caractérisent par des pratiques d'investissement dans des entreprises risquées ou innovantes¹. L'exploitation des données fournies par l'association nationale des holdings (ANH) pour les investissements réalisés en 2009 montre ainsi que, pour 83 entreprises identifiées sur une liste totale de 90 fournie, **près de 37 % bénéficient d'une qualification innovante par Oséo et sont destinataires d'un montant d'investissement de 17,17 M€**, soit 51,7 % du montant total investi par les holdings adhérentes de l'association. Par ailleurs, ces mêmes holdings privilégient des cibles plutôt jeunes, avec un âge médian se situant à trois ans au moment de l'investissement.

La mission a plus particulièrement étudié la stratégie d'investissement d'une équipe de gestion, composée de *business angels*, qui se présente de la manière suivante :

- ◆ le ticket d'investissement standard est d'environ 400 - 500 000 € et vise des entreprises ayant dégagé un premier chiffre d'affaires, et dont le *business model* est éprouvé. Ces entreprises doivent représenter environ 75 % du total du portefeuille ;
- ◆ environ 5 % des investissements sont orientés vers des entreprises du segment capital risque, en *early stage*, pour des tickets d'environ 100 000 € ;
- ◆ 20 % de l'investissement est destiné aux entreprises ayant atteint le seuil de rentabilité.

La mission a constaté, sur la base des données dont elle dispose, que les entreprises investies en 2009 par la holding de cette équipe, spécialisée dans **les secteurs de l'informatique, des cleantech et des medtech**, sont, pour environ la moitié, qualifiées innovantes par Oséo, et présentent un âge moyen de 3,6 ans.

Cette même holding, qui a levé 8,3 M€ en 2009, limite par ailleurs les frais de gestion à 6 %, prélevés à la levée de fonds. En effet, les *business angels*, qui constituent le noyau de la structure, effectuent eux-mêmes le suivi des investissements réalisés selon leur spécialité.

Plus généralement, la mission relève que les holdings membres de l'ANH s'engagent à respecter la charte de déontologie de l'AFIC et à respecter les bonnes pratiques suivantes :

- ◆ les fonds collectés sont investis dans les PME éligibles à la loi TEPA avec un objectif de recherche d'une plus-value financière indépendamment de l'avantage fiscal ;
- ◆ les holdings adhérentes prennent l'engagement de partager les plus-values réalisées avec les souscripteurs ;
- ◆ les investissements sont réalisés dans le capital de sociétés ayant besoin de renforcer leurs fonds propres pour financer leur développement, sans mécanisme de garantie de sortie du capital, et valorisés selon les méthodes usuelles de la profession du capital investissement de sorte que l'avantage fiscal accordé au souscripteur corresponde bien à une prise de risque réelle en capital ;
- ◆ l'équipe de gestion s'engage à accompagner les PME pendant la durée de détention ;
- ◆ la holding s'interdit :
 - la création ou le financement systématique ou de manière réitérée de sociétés de location d'actifs ou apparentées à de grands groupes ;
 - d'une manière générale, toute prise de risque juridique ou fiscal dans la politique d'investissement par rapport aux dispositions de la loi TEPA ;
- ◆ les dirigeants et/ou l'équipe de gestion s'engagent à respecter les règles de démarchage des souscripteurs ;

¹ Cf. l'annexe II, qui dresse une typologie des secteurs investis par les holdings.

Annexe IV

- ♦ ils s'engagent également à la transparence du mode de rémunération de l'équipe de gestion, du niveau des commissions rétrocédées aux distributeurs et de celles prélevées sur les PME. L'ensemble de ces rémunérations devant rester à un niveau raisonnable, compatible avec les pratiques habituelles du marché du capital investissement ;
- ♦ il n'existe pas d'évènements sur l'antériorité légale, judiciaire et bancaire, susceptibles d'empêcher les dirigeants et/ou les membres de l'équipe de gestion de pratiquer le métier d'investisseur.

Ces principes de bonne conduite ont conduit l'ANH à refuser l'adhésion d'équipes de gestion. Néanmoins, l'association, qui ne dispose que d'un seul salarié permanent, n'est pas structurée de manière à pouvoir effectuer un contrôle du respect effectif de la charte de déontologie, étant principalement une déclaration de principe.

Encadré 1 : L'analyse par la DG Trésor des investissements directs des *business angels* confirme le rôle important joué par ces acteurs à l'amorçage

L'association France Angels, créée en 2001, se donne pour objectifs de promouvoir l'investissement par les *business angels*, de fédérer leurs réseaux et de les représenter auprès des institutions.

Au 31 mars 2010, l'association regroupe 81 réseaux (associations et sociétés de *business angels*) et compte 3 650 membres. A la demande de la mission, l'association a transmis les données des entreprises investies en direct par ses membres pour les années 2008 et 2009, afin d'en établir le profil. La DG Trésor a pu identifier 89 entreprises investies à hauteur de 12,7 M€, au sein de cette base recensant 258 entreprises investies à hauteur de 29,21 M€. Les constats de la DG Trésor sont les suivants.

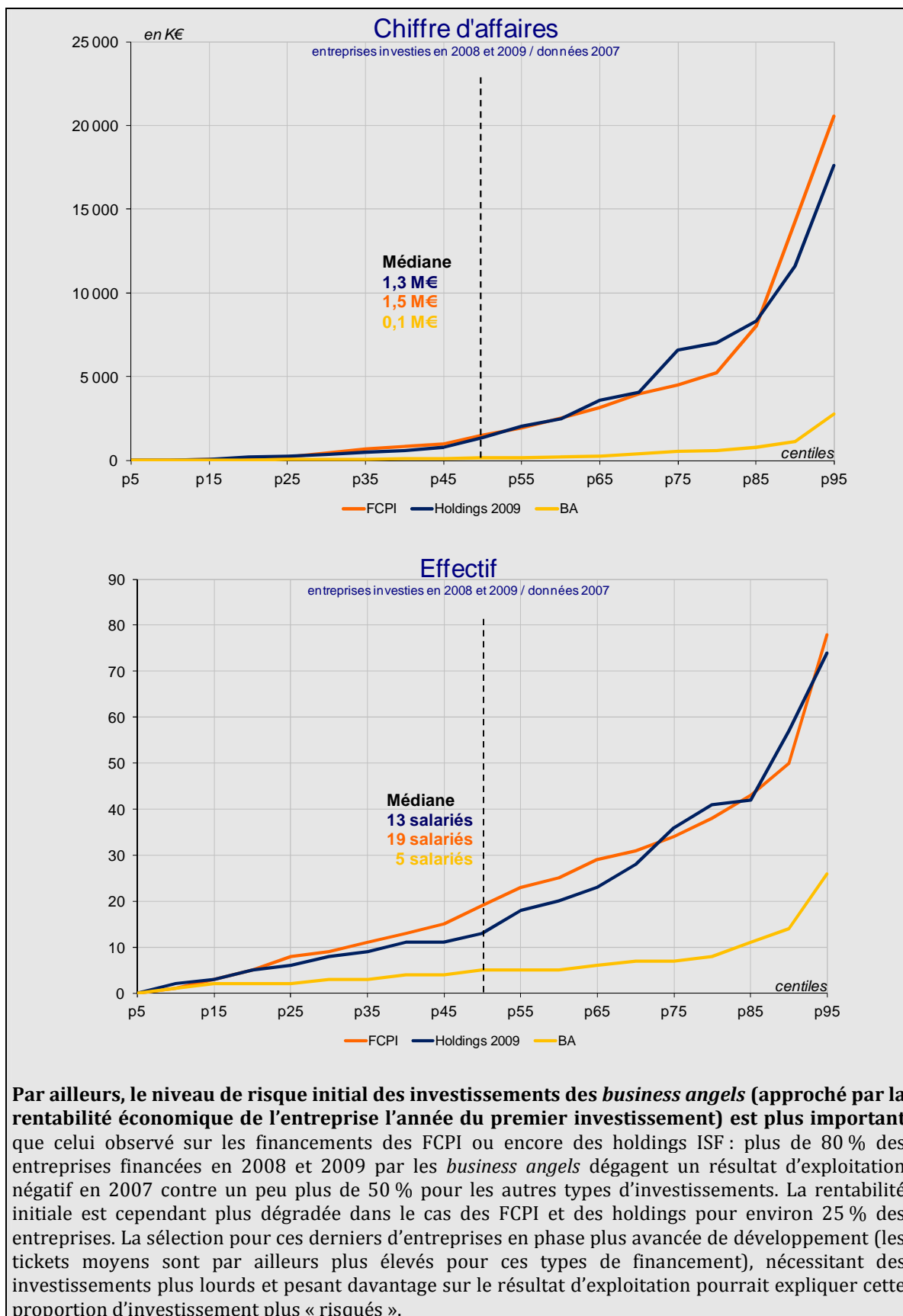
La majeure partie des investissements identifiés est réalisée dans le secteur des services marchands (84 %, voir tableau), dans les services informatiques (26 %), l'ingénierie et les études techniques (23 %) et la recherche et développement (20 %).

Les entreprises financées par les *business angels* sont peu financées par les fonds fiscaux (respectivement 2 % et 3 % d'entre elles sont également investies par des FIP et des FCPI). Par ailleurs, seules 10 % des entreprises financées sont labellisées OSEO. Cette faible proportion pourrait tenir à la nature de ces entreprises, pour la plupart en phase d'amorçage (voir ci-dessous). Le contenu technologique des investissements reste cependant important².

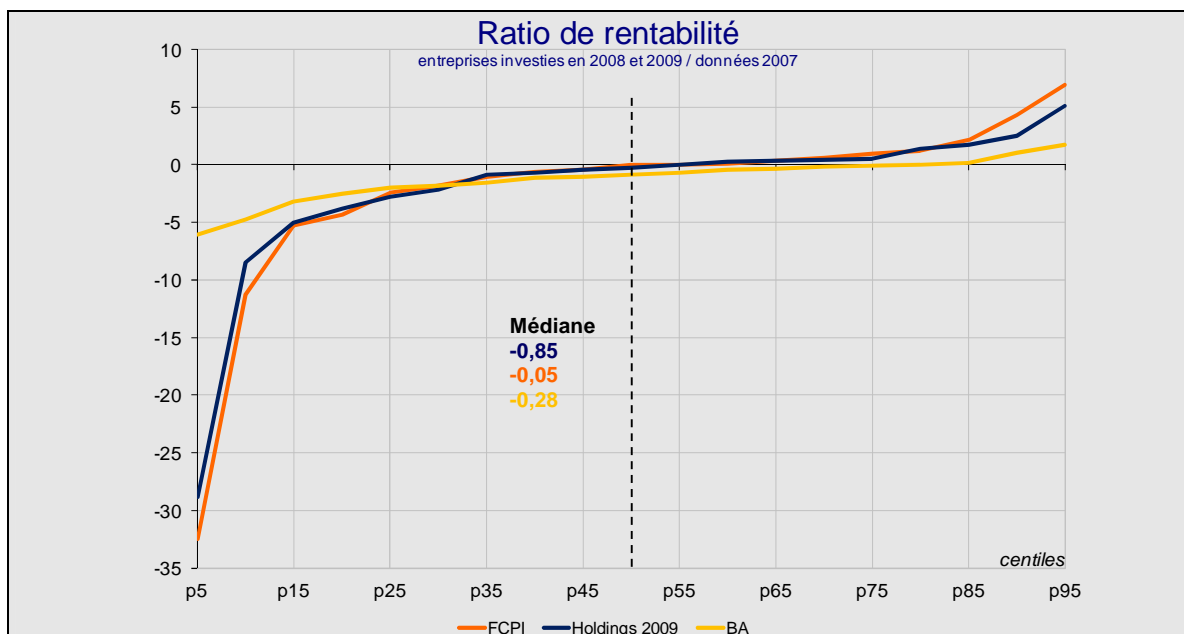
Des investissements portés davantage sur les phases de création/amorçage des entreprises et initialement non rentables pour la plupart

La taille initiale des PME financées par les *business angels* est nettement plus faible que celle des entreprises cibles d'autres investissements fiscaux (5 salariés en médiane³ contre 19 salariés pour les FCPI et 13 salariés pour les holdings ISF en 2009). Ainsi, en 2007, plus de 80 % des entreprises financées par les *business angels* avaient moins de 10 salariés contre un peu plus de 30 % pour les entreprises financées par les holdings et les FCPI. Cette différence est également visible sur la taille du chiffre d'affaires initialement dégagé par l'entreprise (0,1 M€ contre 1,3 M€ et 1,5 M€ pour les holdings ISF et les FCPI). Aussi, les *business angels* apparaissent intervenir dans une phase plus en amont du développement des entreprises que les holdings ISF-PME ou encore les fonds fiscaux de type FIP/FCPI.

Annexe IV



Annexe IV



Le ratio de rentabilité médian pour les BA se lit ici comme une dégradation du résultat d'exploitation de 28 % du capital social de l'entreprise.

Au total, les *business angels* apparaissent intervenir dans une phase de développement des entreprises plus amont, se caractérisant par des tickets d'investissement plus faibles. Dans une vision systémique de la chaîne de financement des entreprises, les *business angels* jouent donc un rôle, à conforter, d'apport de fonds propres en amont des holdings et des fonds d'investissement.

Tableau 1 : Répartition sectorielle des financements par type

Secteur d'activité (nomenclature NES)	FCPI		FIP		Holdings 2009		Business angels	
	Montant (M€)	en %	Montant (M€)	en %	Montant (M€)	en %	Montant (M€)	en %
Agriculture, sylviculture, pêche	0	0 %	1,4	0,4 %	0	0,0 %	0,0	0,0 %
Industries agricoles et alimentaires	9,1	0,4 %	1,4	0,4 %	0,6	0,9 %	0,3	2,7 %
Habillement, cuir	0,0	0,0 %	1,5	0,4 %	0	0,0 %	0,0	0,0 %
Édition, imprimerie, reproduction	25,4	1,0 %	6,0	1,5 %	0,9	1,3 %	0,3	2,3 %
Pharmacie, parfumerie et entretien	50,7	2,0 %	2,2	0,5 %	0,2	0,3 %	0,2	1,4 %
Industries des équipements du foyer	23,8	0,9 %	6,2	1,5 %	0,2	0,3 %	0,3	2,4 %
Industrie automobile	0,7	0,0 %	0,0	0,0 %	0,0	0,0 %	0,0	0,0 %
Construction navale, aéronautique et ferroviaire	13,4	0,5 %	0,5	0,1 %	0,0	0,0 %	0,2	1,9 %
Industries des équipements mécaniques	19,3	0,8 %	7,2	1,8 %	2,7	4,1 %	0,2	1,6 %
Industries des équipements électriques et électroniques	115,7	4,6 %	17,2	4,2 %	2,2	3,3 %	0,3	2,0 %
Industries des produits minéraux	4,7	0,2 %	0,3	0,1 %	0	0,0 %	0,0	0,0 %
Industrie textile	0,0	0,0 %	0,3	0,1 %	0	0,0 %	0,0	0,0 %
Industries du bois et du papier	3,1	0,1 %	6,6	1,6 %	0	0,0 %	0,0	0,0 %
Chimie, caoutchouc, plastiques	45,7	1,8 %	4,4	1,1 %	0	0,0 %	0,0	0,0 %
Métallurgie et transformation des métaux	5,7	0,2 %	3,1	0,8 %	1	1,5 %	0,0	0,0 %
Industrie des composants électriques et électroniques	108,7	4,3 %	5,0	1,2 %	3,6	5,4 %	0,0	0,0 %

Annexe IV

Eau, gaz, électricité	6,9	0,3 %	9,8	2,4 %	0,0	0,0 %	0,0	0,0 %
Construction	4,3	0,2 %	12,0	2,9 %	1,2	1,8 %	0,0	0,0 %
Commerce et réparation automobile	0,0	0,0 %	0,6	0,1 %	0,0	0,0 %	0,0	0,0 %
Commerce de gros, intermédiaires	135,4	5,4 %	40,7	10,0 %	3,0	4,5 %	0,3	2,3 %
Commerce de détail, réparations	79,3	3,2 %	21,0	5,2 %	0,9	1,4 %	0,1	0,8 %
Transports	7,6	0,3 %	1,5	0,4 %	0,0	0,0 %	0,0	0,3 %
Activités financières	35,1	1,4 %	17,4	4,3 %	0,3	0,5 %	0,0	0,0 %
Activités immobilières	1,3	0,1 %	3,2	0,8 %	2,5	3,8 %	0,0	0,0 %
Postes et télécommunications	60,7	2,4 %	9,7	2,4 %	1,5	2,3 %	0,0	0,0 %
Conseils et assistance	1337,4	53,2 %	183,7	45,3 %	30,7	46,2 %	7,2	56,4 %
Services opérationnels	42,2	1,7 %	14,3	3,5 %	1,4	2,1 %	0,3	2,0 %
Recherche et développement	333,6	13,3 %	9,1	2,2 %	2,9	4,4 %	2,6	20,2 %
Hôtels et restaurants	0,0	0,0 %	4,7	1,2 %	0	0,0 %	0,0	0,0 %
Activités récréatives, culturelles et sportives	36,7	1,5 %	8,2	2,0 %	0	0,0 %	0,0	0,4 %
Services personnels et domestiques	0,0	0,0 %	0,8	0,2 %	0	0,0 %	0,3	2,0 %
Éducation	0,0	0,0 %	3,2	0,8 %	0,4	0,6 %	0,0	0,0 %
Santé, action sociale	0,7	0,0 %	2,6	0,6 %	10,3	15,6 %	0,2	1,3 %
Administration publique	0,0	0,0 %	0,0	0,0 %	0,0	0,0 %	0,0	0,0 %
Activités associatives et extra-territoriales	1,2	0,0 %	0,0	0,0 %	0	0,0 %	0,0	0,0 %

Source : DG Trésor.

**Les pourcentages sont pris en fonction de la masse investie dans les secteurs par rapport aux investissements totaux.*

3. La complexité de la réglementation française, doublée du décalage entre l'esprit des textes et leur mise en œuvre plaident néanmoins pour une simplification et un meilleur ciblage des dispositifs

3.1. Les différents ratios imposés par la législation et les possibilités d'investissement afférents aux dispositifs de réduction d'imposition rendent la réglementation peu lisible et le contrôle de leur respect difficile

Les différents ratios d'investissement⁴ des FIP et des FCPI traduisent la volonté d'orienter les flux d'investissement vers des entreprises cibles particulières (entreprises innovantes pour les FCPI, entreprises de proximité pour les FIP) et ont fait l'objet, dans leur définition, de négociations avec la profession.

Néanmoins, leur accumulation au fil du temps, combinée avec des possibilités d'investissement différentes, conduit à une complexité non justifiée.

Annexe IV

À titre d'exemple, deux types de ratios différents existent, ciblant tous deux les jeunes entreprises :

- ♦ il en est ainsi du quota devant être respecté **par les FCPI, de 6 % d'entreprises** dont le capital est inférieur à 2 M€, qui correspond à l'ambition de **cibler les entreprises en phase d'amorçage** ;
- ♦ le niveau de capital n'a cependant pas été retenu pour les autres dispositifs (FIP et réductions d'ISF), pour lesquels **le choix d'un critère d'âge** (entreprise de moins de cinq ans), répondant aux mêmes objectifs, a été privilégié.

Ainsi, les FCPI ISF doivent respecter les deux ratios alors même que ces ratios poursuivent les mêmes objectifs. A cet égard, la mission préconise de conserver le seul critère de l'âge, plus à même de cibler l'amorçage et le début du segment du capital-risque, que le niveau de capital de l'entreprise.

Les conditions de cotation des titres diffèrent également d'un mode d'investissement à l'autre : si les investissements directs, les holdings et les FCPI peuvent viser des entreprises cotées sur un marché organisé (tel qu'Alternext ou encore le marché libre⁵), les FIP ne le peuvent pas, hormis dans un contingent de 20 % qui concerne également les titres émis par des sociétés de petite capitalisation boursière sur les marchés réglementés.

Quant aux conditions supplémentaires relatives aux FIP et FCPI éligibles à la réduction d'ISF, elles conduisent à restreindre les investissements à des souscriptions à l'occasion d'une augmentation de capital, et éliminent les acquisitions de titres ainsi que les titres « donnant accès au capital⁶ ». En outre, **le traitement entre FCPI-ISF et FIP-ISF n'est pas égal**, les FIP pouvant souscrire à des obligations converties.

Enfin, les délais en fonction du mode d'investissement diffèrent d'un véhicule à l'autre :

- ♦ **les holdings non animatrices doivent investir plus vite que les FIP et FCPI** ;
- ♦ **les FIP et les FCPI** bénéficient d'un délai supplémentaire dès lors qu'ils ont pour objet d'investir plus de 50 % de leurs actifs dans des jeunes entreprises innovantes (JEI) ;
- ♦ les holdings animatrices, considérées comme des sociétés opérationnelles, n'ont pour leur part aucune des contraintes des holdings non animatrices.

Afin d'évaluer les modalités de contrôle fiscal, la mission a effectué des entretiens en directions des services fiscaux (DSF). Elle a pu dresser les principaux constats suivants :

- ♦ en vertu de l'article 41 *sexdecies* A du CGI, annexe III, les FCP doivent déposer auprès de la DSF une déclaration d'existence et un exemplaire du règlement de celui-ci, dans le mois suivant son agrément par l'AMF. **La DSF n'étant pas informée par l'AMF de l'existence de l'agrément, elle dépend donc des sociétés de gestion pour avoir connaissance de l'existence des fonds** ;
- ♦ en vertu de l'article 242 *quinquies* du CGI, les sociétés de gestion doivent transmettre à la DSF à la fin de chaque semestre une déclaration détaillée permettant d'apprécier les différents quotas et limites d'investissement afférents aux FCPI et FIP ; par ailleurs, le contrôle fiscal vérifie le respect des délais d'investissement. **À cet égard, la mission a pu constater que les dossiers envoyés par les sociétés de gestion sont très hétérogènes et que les informations transmises sont d'une précision inégale** ;
- ♦ la mission constate par ailleurs que **les agents des services fiscaux n'ont pas reçu de formation leur permettant d'apprécier le respect des quotas, limites et délais**, qui sont en outre d'une grande complexité : il n'y a donc en pratique pas de contrôle effectué sur les différents ratios d'investissement ;

Annexe IV

- ◆ **la mission n'a pas eu connaissance d'amende infligée à un fonds pour non respect de ses obligations ou *a fortiori* de remise en cause de l'avantage fiscal.** Cette dernière possibilité est en effet extrêmement complexe dans ses modalités (i.e. identification des souscripteurs, mise en œuvre par les centres des impôts afférents à chacun de ces souscripteurs) et difficile à justifier auprès des souscripteurs, qui seraient pénalisés par la mauvaise gestion du fonds ;
- ◆ la mission relève enfin que **les holdings ISF ne peuvent être spécifiquement distinguées des autres holdings par les services fiscaux**, dans la mesure où elles sont classées, dans les bases de données, comme des holdings au sens large. Elles ne font donc pas l'objet d'un suivi spécifique.

En conclusion, le dispositif semble trop complexe et multiforme pour permettre un contrôle fiscal effectif.

Annexe IV

Tableau 2 : Comparaison des différentes obligations à remplir en fonction des modes d'investissement

Mode d'investissement	Réduction d'impôt (% de la souscription)	Mode de souscription	Nature des titres dans le quota	Condition de cotation des titres	Capital social des entreprises cibles	Taille de la société cible	Critères complémentaires	Plafond de réduction d'impôt
Investissement direct IR, dont investissement dans une holding animatrice	25 %	Souscription en numéraire au capital initial ou aux augmentations de capital	-	Les titres ne sont pas admis sur un marché réglementé français ou étrangers : les titres cotés sur Alternext, le Marché libre ou encore l' <i>alternative investment market</i> de Londres sont éligibles	-	PME au sens européen	-	Versements pris en compte dans la limite de 20 - 40 000 €, soit un plafond de réduction d'impôt de 5 - 10 000 €.
Investissement direct IR - dispositif renforcé (LFR 2008)	25 %	Souscription en numéraire au capital initial ou aux augmentations de capital	-	Les titres ne sont pas admis sur un marché réglementé français ou étrangers : les titres cotés sur Alternext, le Marché libre ou encore l' <i>alternative investment market</i> de Londres sont éligibles	-	Moins de 50 salariés et CA annuel ou total de bilan inférieur à 10 M€ au cours de l'exercice	Société créée depuis moins de 5 ans	Versements pris en compte dans la limite de 50 - 100 000 € soit un plafond de réduction d'impôt de 12 500 - 25 000 €.

Annexe IV

Mode d'investissement	Réduction d'impôt (% de la souscription)	Mode de souscription	Nature des titres dans le quota	Condition de cotation des titres	Capital social des entreprises cibles	Taille de la société cible	Critères complémentaires	Plafond de réduction d'impôt
FCPI IR –quota de 60 % d'entreprises innovantes	25 %	Souscription en numéraire de parts de fonds	Titres financiers (titre de capital ou donnant accès au capital), parts de SARL ou encore avances en compte courant à des sociétés éligibles dans lesquelles le fonds détient au moins 5 % du capital	Les titres de société de petite capitalisation boursière peuvent être admis sur un marché organisé non réglementé (ex. Alternext) Sont admis dans la limite de 20 % les titres émis par des sociétés cotées sur des marchés réglementés, dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 M€	6 % dans des entreprises dont le capital est inférieur à 2 M€ à la date de l'investissement	Moins de 2 000 salariés	Dépenses de R&D représentant au moins 15 % (10 % pour les sociétés industrielles) des charges fiscalement déductibles au titre de N-1 ou justifier d'une qualification d'entreprise innovante par Oséo	Versements pris en compte dans la limite de 12 - 24 000 € soit un plafond de réduction d'impôt de 3 - 6 000 €.

Annexe IV

Mode d'investissement	Réduction d'impôt (% de la souscription)	Mode de souscription	Nature des titres dans le quota	Condition de cotation des titres	Capital social des entreprises cibles	Taille de la société cible	Critères complémentaires	Plafond de réduction d'impôt
FIP IR – quota de 60 % de PME régionales	25 %	Souscription en numéraire de parts de fonds	Titres financiers (titre de capital ou donnant accès au capital), parts de SARL ou encore avances en compte courant à des sociétés éligibles dans lesquelles le fonds détient au moins 5 % du capital	Les titres ne sont pas admis sur un marché d'instruments financiers français ou étrangers Sont admis dans la limite de 20 % les titres émis par des sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 M€	-	PME au sens européen	Zone géographique choisie par le fonds et limitée à 4 régions limitrophes 10 % des titres dans des nouvelles entreprises exerçant leur activité ou juridiquement constituées depuis moins de 5 ans	Versements pris en compte dans la limite de 12 - 24 000 € soit un plafond de réduction d'impôt de 3 - 6 000 €.
Investissement direct ISF, dont investissement dans une holding animatrice	75 %	Souscription au capital initial ou aux augmentations de capital, en numéraire ou en nature	-	Les titres ne sont pas admis sur un marché réglementé français ou étrangers : les titres cotés sur Alternext, le Marché libre ou encore l' <i>alternative investment market</i> de Londres sont éligibles	-	PME au sens européen	-	50 000 €

Annexe IV

Mode d'investissement	Réduction d'impôt (% de la souscription)	Mode de souscription	Nature des titres dans le quota	Condition de cotation des titres	Capital social des entreprises cibles	Taille de la société cible	Critères complémentaires	Plafond de réduction d'impôt
FCPI ISF – quota de 60 % + quota supplémentaire fixé par le fonds	50 % maximum	Souscription en numéraire de parts de fonds	Outre les conditions énumérées pour l'avantage IR, le fonds fixe le % de son actif investi en titres reçus en contrepartie de souscriptions en capital de PME au sens communautaire, non cotées sur un marché réglementé français ou étranger. Parmi ces titres : 40 % de titres doivent être reçus en contrepartie de souscriptions au capital de PME exerçant leur activité ou juridiquement constituées depuis moins de 5 ans. Au sein de ces quotas, il n'est pas possible de procéder à une acquisition de titres, il faut qu'il y ait une augmentation de capital.					20 000 €
FIP ISF - quota de 60 % + quota supplémentaire fixé par le fonds	50 % maximum	Souscription en numéraire de parts de fonds	Outre les conditions énumérées pour l'avantage IR, le fonds fixe le % de son actif investi en titres reçus en contrepartie de souscriptions en capital de PME au sens communautaire, non cotées sur un marché réglementé français ou étranger. Parmi ces titres : 20 % de titres doivent être reçus en contrepartie de souscriptions au capital ou de titres reçus en contrepartie d'obligations converties de PME exerçant leur activité ou juridiquement constituées depuis moins de 5 ans. Au sein de ces quotas, il n'est pas possible de procéder à une acquisition de titres, il faut qu'il y ait une augmentation de capital.					20 000 €
Holding non animatrice ISF	75 % maximum	Souscription en numéraire au capital d'une holding de moins de 50 associés, ayant des personnes physiques pour mandataires sociaux et n'accordant aucune garantie en capital ni aucun mécanisme automatique de sortie à 5 ans. La holding détient au moins 90 % de son actif brut en titre de sociétés opérationnelles éligibles. Les sociétés cibles peuvent être cotées sur les marchés organisés tels qu'Alternext ou encore le marché libre.					50 000 €	

Source : Mission.

3.2. La réduction d'impôt sur la fortune à un taux maximal de 75 % a conduit les professionnels du marché à proposer des investissements rentables et peu risqués, à travers des montages très sophistiqués

Comme vu précédemment (cf. annexe I), **l'AMF n'examine les projets d'investissement des holdings que dans le seul cadre des offres de titres au public**. En effet, un contrôle systématique des holdings par l'AMF supposerait de pouvoir les distinguer juridiquement des holdings industrielles – condition non réalisée à la date de la mission.

Dès lors, beaucoup de holdings échappent au contrôle *a priori* de l'AMF et relèvent donc du seul contrôle fiscal, susceptible de qualifier un éventuel abus de droit - mais pour autant peu opérant au regard de la complexité de la réglementation (cf. *supra*, 3.1), du caractère imprécis de la loi TEPA quant aux caractéristiques des entreprises cibles des investissements et, enfin, de la difficulté d'identifier les holdings ISF dans les bases fiscales.

Certains acteurs ont développé des pratiques d'investissement plaidant pourtant pour un meilleur ciblage et un contrôle plus efficace de ces dispositifs.

3.2.1. Les holdings ISF investissent dans des entreprises au profil très hétérogène

La mission a accédé aux données des entreprises financées par quatorze holdings ISF pour un montant de 123,56 M€ en 2009. La direction générale du Trésor a effectué une analyse sur cette base, dont les résultats doivent être accueillis avec précaution dans la mesure où :

- ◆ les données recueillies par la mission ne sont pas exhaustives ;
- ◆ l'appariement de ces données avec les bases fiscales, dont les dernières datent de 2007, réduit lui-même considérablement le champ d'analyse, qui passe à 72 sociétés et 66 M€ investis, sur les 145 entreprises et 123,56 M€ d'investissement identifiés par la mission.

Les entreprises financées par les holdings en 2009 dont le secteur a pu être identifié présentent des profils très hétérogènes, qui témoignent de la diversité des pratiques :

- ◆ 6 % des montants investis sont dans le secteur du commerce ;
- ◆ 4 % dans les activités financières et immobilières ;
- ◆ 4 % dans la recherche et développement mais 15 % dans l'ingénierie ;
- ◆ 19 % dans l'informatique ;
- ◆ 7,4 % dans le conseil, la gestion et l'administration d'entreprises ;
- ◆ 16 % dans le domaine de la santé et de l'action sociale (crèches, laboratoires d'analyses médicales).

La répartition sectorielle des investissements des holdings en 2009 est pour partie orientée vers des activités à composante technologique. Ainsi, environ 20 % des entreprises identifiées et investies en 2009 sont par ailleurs qualifiées d'innovantes par Oséo.

Enfin, comme le montre l'annexe II (3.4), les entreprises investies par les holdings en 2009 présentent des caractéristiques de rentabilité et de taille plus proches des cibles des FCPI que des FIP.

3.2.2. Certaines holdings ISF ont développé des pratiques d'investissement dans des secteurs rentables et peu risqués, ne justifiant pas d'allocation d'argent public

La mission a pu constater, sur la base des prospectus visés par l'AMF et mis en ligne, ainsi que des entretiens menés avec les gestionnaires, que certaines holdings avaient développé des montages permettant **des investissements rentables et peu risqués dans des entreprises non exposées à des failles de marché, et ne justifiant dès lors pas d'intervention publique**. La mission a analysé plus particulièrement les pratiques d'investissement de deux gestionnaires.

Le gestionnaire n°1 cible des entreprises principalement traditionnelles et familiales et au stade du capital développement⁷, poursuivant un projet de croissance externe. L'investissement en fonds propres est réalisé selon les modalités suivantes :

- ◆ les actions détenues par la holding lui donnent droit à un dividende prioritaire de 4 % cumulatif sur cinq ans, avec un taux de capitalisation de 15 % : à titre d'exemple, si la société n'a pas versé de dividende au cours de deux exercices, le montant du dividende cumulé pour les deux exercices, en sus du dividende prioritaire du au titre du troisième exercice, sera égal à $4\% * \text{prix de souscription} * (1,15 + 1,15 * 1,15)$. Le paiement du dividende prioritaire est effectué à hauteur des sommes distribuables figurant au bilan de la société ;
- ◆ la société peut exercer une option de rachat des actions de la holding pendant une période d'un mois à l'issue des cinq années obligatoires de détention des titres ; le prix de rachat correspond au prix de souscription augmenté du dividende prioritaire prévu et des éventuels dividendes cumulés ;
- ◆ si la société n'exerce pas son option de rachat, le calcul du dividende prioritaire est modifié : il correspond à Euribor 12 mois + 1 000 points de base. Au 1^{er} septembre 2010, le taux Euribor 12 mois est de 1,41 %, de sorte qu'un dividende prioritaire calculé à la même date serait de 11,41 %. Par ailleurs, les frais de suivi annuels facturés par la holding à la société investie sont multipliés par 4, passant à 4 % du montant total de l'investissement, augmenté de la TVA, « en raison du temps plus important que la holding devra consacrer à la société pour mener à bien sa prestation de conseil dans la sortie d'investissement ».

Tableau 3 : Résumé de la structure de frais et dividendes – gestionnaire n°1

Intitulé	Frais et dividendes	Commentaires
Convention d'assistance entre la holding et la société de gestion (rémunération du gestionnaire)	0,6 % du montant souscrit au capital des entreprises lors de la réalisation de l'investissement 2 % annuels du montant de la souscription les années suivantes	La rémunération annuelle est subordonnée à la remontée de dividendes
Rémunération de la société de gestion par l'entreprise investie	6 % des souscriptions à l'entrée 1 % annuel en suivi de gestion	La rémunération du suivi de gestion passe à 4 % en cas de non rachat des actions par la société à l'issue de la période de 5 ans.
Rémunération des distributeurs	4,76 % à l'entrée, reversés par la holding aux distributeurs 1 % annuels versés par le gestionnaire aux distributeurs	Le souscripteur souscrit une action à 105 % de sa valeur initiale, les 5 points étant dédiés à couvrir les frais de commercialisation. Les distributeurs reçoivent en outre 1 % annuels
Actions de préférence : régime de dividendes versés à	Dividende prioritaire de 4 % du montant de la souscription prélevé sur	

Annexe IV

Intitulé	Frais et dividendes	Commentaires
la holding	le bénéfice distribuable. Le dividende est cumulable sur cinq ans, avec un taux de capitalisation annuel de 15 %.	-
Actions de préférence au-delà de 5 ans : régime de dividendes versés à la holding	En cas d'absence de rachat des actions par la société cible , dividende prioritaire cumulable sur 5 ans égal à Euribor 12 mois + 1 000 pb	-

Source : Prospectus AMF.

Au final, l'esprit du montage consiste à investir des sociétés cibles solides, afin de financer par exemple un projet de croissance, par le biais d'une participation au capital que la société cible est fortement incitée à racheter au regard du taux très pénalisant de dividende prioritaire cumulatif exercé en cas de non rachat. S'il n'existe donc pas de garantie de liquidité, l'incitation est très importante pour que la société investie rachète les actions vendues au terme de la période de détention de cinq ans.

Par ailleurs, l'absence de *carried interest* au profit du gestionnaire s'explique par le fait que celui-ci n'est pas intéressé par la performance de l'investissement : en effet, comme le montage le démontre, l'objectif est de **proposer au souscripteur un investissement visant une rentabilité quasi-nulle mais qui reste attractive au regard de la réduction d'ISF obtenue.**

En 2010, du fait des restrictions imposées sur la constitution de holdings non animatrices, le gestionnaire a mis en place des mandats de gestion et de conseil reprenant globalement les principes précédemment décrits.

Tableau 4 : Résumé de la structure de frais et dividendes des mandats de gestion proposés par le gestionnaire n°1

Intitulé	Frais et dividendes	Commentaires
Rémunération de la société de gestion par l'entreprise investie	6 % des souscriptions à l'entrée (commission de montage) 3 % annuel de rémunération du « représentant des porteurs »	La rémunération du représentant des porteurs est indexée au-delà de la 1 ^{ère} année sur l'indice INSEE des prix à la consommation hors tabac
Rémunération des distributeurs	4,76 % à l'entrée, reversés par le mandataire aux distributeurs 1,2 % annuels versés par le gestionnaire aux distributeurs	Le souscripteur verse au mandataire le montant des frais de distribution, pour reversement aux distributeurs. Les distributeurs reçoivent en outre 1,2 % annuels
Prix de rachat	Le prix de rachat par l'entreprise cible est égal au montant de la souscription augmenté de 10 %	L'application d'une augmentation de 10 % par rapport au prix de souscription est liée à l'absence de dividende prioritaire pendant 5 ans.
Actions de préférence : régime de dividendes versés au souscripteur	Absence de dividende prioritaire pendant les cinq premières années	
Actions de préférence au-delà de 5 ans : régime de dividendes versés au souscripteur	Dividende prioritaire cumulable sur 5 ans égal à Euribor 12 mois + 1 500 pb auquel est appliqué un taux de capitalisation de 15 %.	En cas d'absence de rachat des actions par la société cible

Source : Gestionnaire n°1.

Annexe IV

Si ce type de montage peut présenter un intérêt pour une société cible en recherche de financement et dont l'actionnaire majoritaire veut éviter la dilution, ainsi que pour l'investisseur et pour la société de gestion, il présente toutefois **des caractéristiques qui aboutissent à une prise de risque minimisée** et donc à une allocation sous-optimale de la dépense fiscale, dont la justification première réside dans le besoin d'accompagnement de PME exposées à des défaillances de marché ou confrontées à l'aversion au risque des investisseurs traditionnels.

S'agissant du gestionnaire n°2, ce dernier propose depuis 2008 un montage communiquant sur la sélection d'entreprises « offrant une bonne visibilité et dégageant des revenus récurrents » afin de « **limiter autant que possible le risque de perte** inhérent à l'investissement au capital de sociétés non cotées ». Par ailleurs, le gestionnaire indique être organisé de « façon à disposer de bonnes perspectives de liquidité à l'expiration du délai de conservation fiscal (...). Pour ce faire, le gestionnaire favorisera des projets qui offrent un retour sur investissement rapide »⁸.

L'offre de titre au public de ce gestionnaire indique que les holdings privilégieront deux secteurs d'investissement :

- ◆ **les entreprises ayant pour objet social l'acquisition et la location de matériel** : pour cela sont créées des filiales détenues à 100 % par la holding. La documentation commerciale du gestionnaire indique que « le type de matériel loué comme la solidité financière du locataire font l'objet d'une analyse préalable à tout investissement. Les sociétés de location sont propriétaires des biens et établissent des contrats de location de trois à cinq ans afin de fournir aux PME locataires une utilisation durable des biens loués ». Ce mécanisme permet à la holding, au terme de la durée de détention des parts, de faire procéder à une réduction du capital de la PME de location financée par les loyers encaissés et correspondant en principe au montant de l'amortissement des biens loués, le seul aléa résidant dans les éventuels défauts de paiement du locataire⁹ ;
- ◆ **l'investissement dans les entreprises exploitant des centrales d'énergie renouvelables**, à savoir des entreprises exploitant des parcs éoliens, des parcs solaires ou des centrales d'énergie issues de la biomasse. La holding, actionnaire minoritaire, envisage d'être liée par un pacte d'actionnaires prévoyant la liquidité de l'investissement à horizon de cinq à six ans et, dans ce but, de consentir à ses coactionnaires des options d'achat sur sa participation. Une mission de l'IGF fait apparaître que le taux de rendement interne des parcs solaires est susceptible de s'élever à plus de 20 % grâce au tarif de rachat garanti par EDF sur 20 ans (cf. encadré).

Le rapport d'activité du véhicule pour l'année 2009 indique que ces deux secteurs représentent respectivement 41 % et 35 % des actifs. La société de gestion privilégie donc des investissements rentables qu'elle organise de façon à assurer une liquidité aussi forte que possible.

Encadré 2 : Les investissements dans les projets photovoltaïques sont susceptibles de présenter un taux de rentabilité interne supérieur à 20 %

La mission de l'IGF relative à la régulation et au développement de la filière photovoltaïque (2010) montre que les projets photovoltaïques sont attractifs pour les investisseurs recherchant une défiscalisation au titre de l'investissement dans les entreprises grâce à un rapport risque / rentabilité très avantageux.

Le tableau suivant (*) présente les flux financiers liés à un investissement dans une holding « ISF PME », qui permet d'obtenir le taux de rentabilité de plus de 20 % sur la base d'un investissement dont la rentabilité intrinsèque est de 4 %. Le levier fiscal génère l'essentiel de la rentabilité pour l'investisseur.

Tableau 5 : Flux financiers liés à un investissement dans une holding « ISF-PME »

Année	0	1	2	3	4	5
Produit		75 000,00 €				116 985,86 €
Charge	100 000,00 €					
Total	-100 000,00 €	75 000,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	116 985,86 €
TRI	24 %					

Source : Mission relative à la régulation et au développement de la filière photovoltaïque en France, 2010.

Les projets photovoltaïques sont recherchés pour ce type d'investissement, compte tenu de leurs caractéristiques risques/rentabilité avantageuses. En effet, le chiffre d'affaires est quasiment assuré : le tarif d'achat garantit le prix de vente et la quantité d'électricité produite varie peu pendant la durée de vie de l'installation (les fournisseurs de panneaux photovoltaïques garantissent une performance de 80 % au bout de 20 ans, soit une baisse de production inférieure à 1 % par an en moyenne). Les principaux risques susceptibles d'affecter une exploitation photovoltaïque sont des risques opérationnels : une tempête peut endommager les panneaux, un mauvais entretien peut réduire la production...

Certaines entreprises signalent que le dispositif TEPA ISF-PME permet de lever des fonds auprès d'assujettis à l'ISF pour financer des projets photovoltaïques dont les coûts ou les recettes générées ne permettent pas de servir les taux de rentabilité exigés par les investisseurs traditionnels : les fonds d'infrastructure demandent une rentabilité 12 % et 16 % et les fonds de *private equity* ou des *venture capitalists* raisonnent couramment sur des rentabilités de 15 % à 25 %.

()Hypothèses : investissement de 100 000 €, taux de défiscalisation de 75 % au titre de l'ISF, rentabilité intrinsèque de l'investissement de 4 %. Ces hypothèses sont cohérentes avec les éléments publiés par des fonds de défiscalisation investissant dans des projets photovoltaïques.*

Enfin, à la lecture des prospectus visés par l'AMF, la mission constate que **plusieurs holdings ISF sont spécialisées, à l'image du gestionnaire n°2, dans l'investissement dans le domaine photovoltaïque**. Elle relève également une pratique d'investissement dans des sociétés ayant des activités **dans le domaine de l'immobilier** (marchands de biens, promotions immobilières, agences immobilières).

Les pratiques relevées par la mission ne sont pas en contradiction avec la loi TEPA, qui n'a pas circonscrit les possibilités d'investissement des holdings ISF, dans la mesure où le régime instauré demeure extrêmement large.

Par ailleurs, la qualification d'abus de droit, très restrictive, est difficilement opposable. Toutefois, la mission relève que les pratiques d'investissement ou encore les secteurs investis par les plus grands acteurs de la défiscalisation d'ISF conduisent à une allocation d'argent public peu efficace, dans la mesure où les investissements sont orientés dans d'importantes proportions dans des domaines ne présentant pas de défaillance de marché - au sens où l'annexe II développe (présence d'une asymétrie d'information ; présence d'externalité positive ; imparfaite mobilité des facteurs de production).

Ces constats plaident non seulement pour un meilleur ciblage du dispositif, mais également pour une diminution du taux de réduction d'ISF, tant le développement de ces mauvaises pratiques semble encouragé par l'importance de l'avantage fiscal accordé. À titre de comparaison, la mission n'a pas retrouvé de développement de déviations similaires en ce qui concerne les holdings IR, ouvrant droit à un avantage fiscal plus réduit, de 25 %¹⁰ maximum.

3.2.3. Le resserrement des règles de constitution des holdings ISF en 2009 a conduit à la création de montages de contournement

Les restrictions¹¹ imposées à la constitution de holdings non animatrices pour la collecte 2010 (cf. annexe I) aboutissent dans la pratique à la limitation des montants pouvant être collectés par chaque véhicule, du fait de la limitation à 50 actionnaires ou associés. Dès lors, elles induisent :

- ◆ **la diminution du recours de l'offre au public**, le coût de réalisation d'un prospectus pouvant sembler trop élevé pour une société ne pouvant compter que 50 actionnaires. La mission a ainsi constaté que seuls six prospectus avaient été visés par l'AMF en 2010, pour 23 en 2009 ;
- ◆ **la multiplication des holdings créées par une même équipe**, sur des thématiques différentes, afin de maintenir le niveau global de collecte entre 2009 et 2010 : la mission a ainsi constaté qu'un des principaux acteurs du marché était passé d'une offre à travers une holding en 2009 à une offre d'investissement à travers 21 holdings sectorisées en 2010 ;
- ◆ **l'orientation des investissements vers des PME plus matures ou vers des réinvestissements, liée à la réduction de la surface financière de chaque holding et donc de la mutualisation des risques ;**
- ◆ au développement de trois modes d'investissement :
 - le mandat de gestion (le souscripteur délègue son choix d'investissement direct au mandataire) ;
 - le mandat de conseil (le souscripteur est conseillé dans son choix d'investissement direct par le mandataire) ;
 - l'investissement dans une ou plusieurs holdings animatrices, considéré comme un investissement dans une PME opérationnelle.

Au cours des entretiens menés par la mission, celle-ci a pu constater que les mandats de gestion et les mandats de conseil constituent désormais pour les gestionnaires une activité complémentaire à celle des holdings. Ce type de prestation aboutit dans la pratique à l'entrée au capital de PME de plusieurs dizaines, voire plusieurs centaines, d'actionnaires, qui effectuent un investissement direct. Outre la contrainte pesant sur les PME investies dans la relation avec des actionnaires multiples, se **posera la question de la sortie des actionnaires du capital des sociétés investies.** Les équipes de gestion prévoient de la faciliter par divers moyens (introduction de la PME sur Alternext ; sortie concomitante aux autres véhicules d'investissement de l'équipe de gestion etc.) mais il conviendra à cet égard d'être vigilant, **ce mode d'investissement direct s'éloignant des modes traditionnels où l'entrepreneur et l'investisseur se connaissent a priori.**

Le mandat de gestion peut également être utilisé sans mise en relation directe entre l'investisseur et l'entreprise : la multiplication des holdings créées par une même équipe de gestion peut en effet conduire à proposer un mandat de gestion pour un investissement diversifié réparti entre différentes holdings sectorielles. La mission a ainsi identifié une offre de mandat de gestion consistant à investir dans une à trois holdings en fonction du montant de l'investissement.

Annexe IV

Par ailleurs, plusieurs holdings animatrices ont été créées en 2010. Les holdings animatrices sont **considérées comme des sociétés opérationnelles et ouvrent droit, de ce fait, à la réduction d'imposition de 75 %¹²** sans être soumises aux contraintes des holdings non animatrices, portant notamment sur les obligations d'information des investisseurs¹³, sur le nombre d'associés ou d'actionnaires ou encore le délai d'investissement. Le caractère animateur de la holding s'apprécie à travers sa participation active à la conduite de la politique du groupe et au contrôle des filiales et à la prestation, le cas échéant et à titre purement interne, de services spécifiques administratifs, juridiques, comptables, financiers ou immobiliers. **Le caractère animateur se traduit dès lors par des frais d'animation facturés aux PME cibles des investissements, conduisant à des niveaux de frais pouvant dépasser 50 % du montant des souscriptions.**

Sur la base des prospectus des offres de titre au public et des entretiens menés, **la mission a analysé les montages proposés par deux équipes différentes.**

L'équipe A a constitué deux offres proposant chacune un investissement en capital réparti entre neuf holdings animatrices spécialisées sur des secteurs d'activité différents. Le prospectus prévoit des frais de constitution de l'opération à la charge des holdings, parmi lesquels les honoraires de placement, qui s'élèvent à 5 % des souscriptions. Par ailleurs, la structure de frais de gestion récurrents est organisée comme suit dans le tableau n°4 ci-dessous.

Tableau 6 : Structure des frais de gestion récurrents des holdings - offre de l'équipe A

Frais sur la base des fonds levés	%	Base	Commentaire
Honoraires de conseil versés par la holding au fondateur (équipe de gestion A)	2,50 %	Fonds levés	Rémunération annuelle, pendant 10 ans
Honoraires et frais de gestion lié aux conseils, experts-comptables, avocats, rémunération des dirigeants etc.	3,70 %	Fonds levés	Frais annuels, pendant 10 ans. Ce montant ne constitue pas un plafond.
Honoraires annuels du commissaire aux comptes principal de la holding	0,3 %	Fonds levés	Frais annuels, pendant 10 ans. Ce montant ne constitue pas un plafond.
Honoraires de placement versés aux prestataires de service d'investissement	1,2 %	Fonds levés	1,2 % TTC par an pendant 5 ans.
Total annuel (hors honoraires de placement de 5 % à la souscription) pendant les cinq premières années	7,7 %	Fonds levés	Le prospectus mentionne que la moyenne annuelle de l'ensemble des frais de constitution et des frais récurrents ne dépassera pas 8 % HT des souscriptions.

Source : Prospectus de l'équipe de gestion A.

Dans l'hypothèse où l'ensemble des neuf holdings animatrices constitutives de chaque offre est liquidé au bout d'une période de dix ans et que les frais de gestion annuels correspondent à **7,7 %** du montant de la souscription pendant les cinq premières années, **le total des frais de constitution et des frais récurrents sur l'ensemble de la période correspondant à plus de 76 % du montant de la souscription.** Pour une durée d'investissement réduite à sept ans, davantage en adéquation avec la stratégie de l'équipe A, le total des frais équivaldrait à **plus de 56 % du montant de la souscription.** L'équipe A a toutefois indiqué à la mission avoir resserré la structure de frais de sorte que, mis à part les frais d'entrée de 5 %, les frais de gestion récurrents soient d'environ 6 % des montants souscrits par an.

Dans cette hypothèse, le total des frais prélevés sur dix ou sept ans serait respectivement équivalent à 63 % et 46 % du montant des souscriptions.

Dans la mesure où les holdings ont pris l'engagement d'investir 70 à 80 % des fonds collectés dans un délai de deux ans suivant la clôture de l'opération, et où les 20 à 30 % non investis et alloués aux paiements des frais s'avèrent insuffisants, le prospectus prévoit que le paiement des frais sera effectué en majeure partie par le biais de **refacturations, augmentées d'une marge de 10 %, aux entreprises investies par les holdings.**

Annexe IV

Enfin, l'équipe de gestion est intéressée aux performances obtenues : dès lors que le plafond d'une fois le prix de souscription et d'acquisition des actions émises par les holdings a été reversé aux actionnaires, l'équipe de gestion, qui est titulaire d'actions de préférence, bénéficie de 20 % des dividendes à distribuer.

S'agissant de l'équipe B, cette dernière a prévu un schéma similaire d'investissement dans douze holdings animatrices. Le prospectus prévoit des honoraires de placement équivalents à 10 % du montant de la souscription, versés en une fois, selon la structure de frais récurrents présentée dans le tableau ci-dessous.

Tableau 7 : Structure des frais de gestion récurrents des holdings - offre de l'équipe B

Frais de gestion récurrents	%	Base	Commentaire
Honoraires de conseil payés à l'équipe	3,75 %	Fonds levés	Les deux premières années ; 2,25 % les années suivantes (pendant 13 ans maximum)
Rémunération des administrateurs des holdings	0,50 %	Fonds levés	Sur 15 ans maximum, en fonction de la durée de vie des holdings.
Frais d'animation et de suivi des investissements	1 %	Fonds levés	Sur 15 ans maximum, en fonction de la durée de vie des holdings.
Frais liés au fonctionnement courant des holdings animatrices	1 %	Fonds levés	Sur 15 ans maximum, en fonction de la durée de vie des holdings.

Source : Prospectus de l'équipe B.

Dans l'hypothèse où les holdings animatrices, créées pour quinze ans, iraient au terme de leur durée de vie, le total des frais prélevés s'élèverait à un montant équivalent à 85 % du montant de la souscription. L'équipe B indique néanmoins prévoir une durée de vie maximale de dix ans et avoir négocié le niveau de frais de sorte que ces derniers ne dépassent pas 50 % du montant de la souscription sur la période.

Par ailleurs, si, comme pour l'équipe A, les holdings de l'équipe B ont pris l'engagement d'investir 70 à 80 % des fonds collectés dans un délai de deux ans suivant la clôture de l'opération (les 20 à 30 % non investis ayant pour objet de supporter une partie des frais), en revanche, l'équipe B ne prévoit pas de refacturation aux sociétés investies : le solde à payer en matière de frais doit être prélevé sur le produit de cession des participations détenues par les holdings.

Le choix effectué par l'équipe B consiste ainsi à faire porter le montant des frais non pas à l'entreprise investie mais aux produits de cession des participations, ce qui constitue une incitation à la performance supérieure par rapport à l'équipe A dans la mesure où :

- ♦ le solde des frais à payer est déduit du produit de cession des participations détenues par la holding ;
- ♦ le produit de la liquidation de la holding est lui-même mécaniquement diminué, de sorte que le reversement aux souscripteurs est également réduit ;
- ♦ si le reversement aux souscripteurs n'est pas au moins égal au prix de souscription, l'équipe B ne bénéficie pas de la distribution spécifique des dividendes et boni de liquidation¹⁴.

La structure de frais de certaines des holdings animatrices constituées en 2010 aboutit donc à des prélèvements très élevés sur les entreprises cibles ou sur le produit de cession des participations.

4. Les délais d'investissement imposés aux fonds fiscaux et aux holdings n'encouragent pas une allocation efficiente des investissements, dans la mesure où ils s'avèrent inadaptés aux besoins du marché

4.1. Les délais d'investissement rapides couplés à l'importance des montants drainés par les holdings ont pu se traduire par des surévaluations d'entreprises

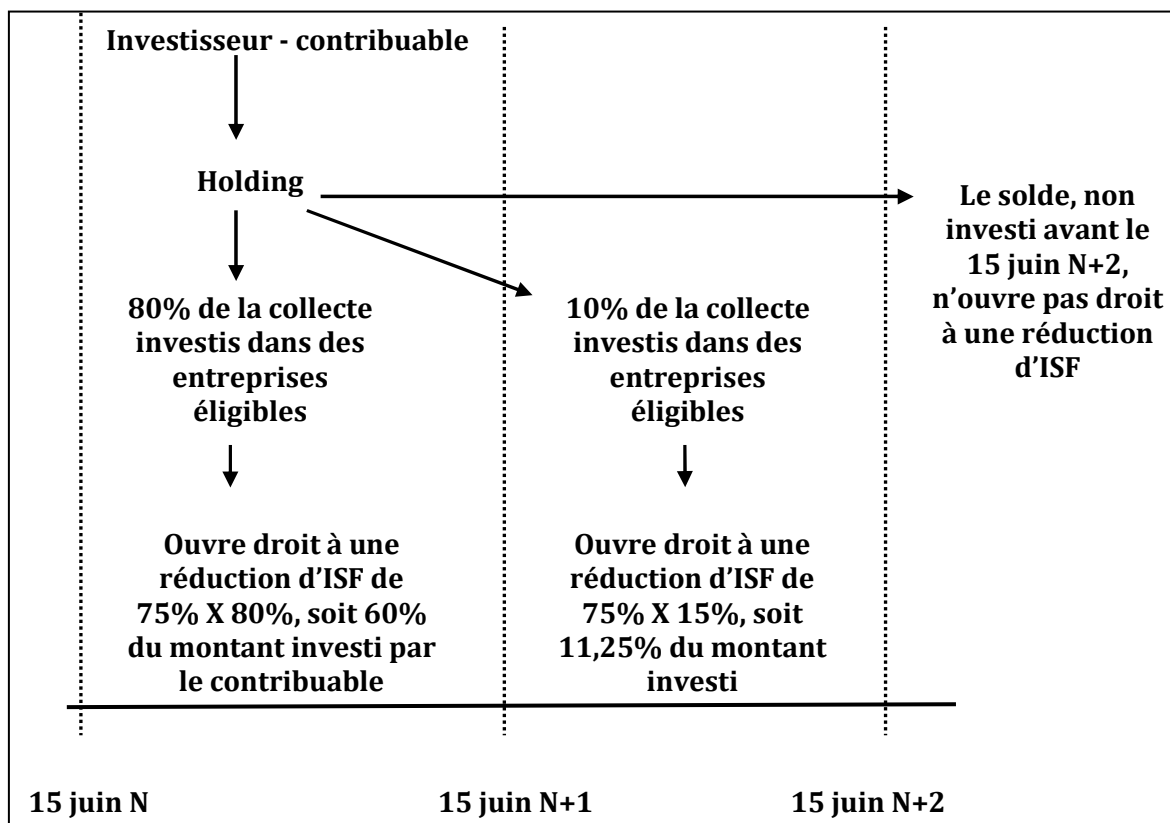
Les entretiens menés par la mission auprès des acteurs du marché font apparaître **que les délais d'investissement imposés aux holdings sont inadaptés et ne correspondent pas aux besoins du marché.**

La réduction d'ISF accordée en année N aux investisseurs au capital des holdings ISF est accordée au prorata des sommes investies par la holding dans des entreprises **éligibles entre le 16 juin de N-1 et le 15 juin de l'année N** (cf. schéma ci-après). Les montants collectés par les holdings sur cette même période peuvent toutefois être investis entre le 16 juin de l'année N+1 et le 15 juin de l'année N+2 mais n'ouvrent alors droit à une réduction d'ISF qu'en année N+2. Dans la pratique, les holdings ISF mettent en place une stratégie d'investissement offrant au souscripteur une réduction fiscale le plus tôt possible, dès l'année N. Par conséquent, **quelques mois seulement séparent la constitution du capital des holdings et les investissements dans les entreprises cibles.** Ce phénomène d'investissement rapide conduit, selon les entretiens menés par la mission, à **deux types d'effets indésirables :**

- ◆ **la qualité de la sélection des entreprises peut être amoindrie par la rapidité de l'investissement.** En outre, même lorsque la holding a effectué un travail de présélection des cibles, le montant final de la collecte de capitaux n'étant connu que peu de temps avant d'effectuer les investissements, la holding doit nécessairement réajuster sa stratégie en un temps très contraint ;
- ◆ **la nécessité d'investir rapidement des sommes importantes** conduit, selon les acteurs du marché, à un **phénomène de survalorisation des PME cibles**, aboutissant à une éviction des acteurs professionnels (fonds fiscaux, FCPR) et pénalisant l'entreprise lors des tours de financement ultérieurs¹⁵.

Ce constat plaide pour un allongement de la durée d'investissement des holdings, par exemple sur le modèle des SCR¹⁶.

Graphique 3 : Modalités de calcul de la réduction d'ISF en fonction de la date d'investissement par les holdings



Source : Mission.

4.2. Les délais d'investissement des fonds fiscaux ne correspondent pas aux besoins du marché

Le quota d'investissement de 60 % des FCPI et des FIP doit être atteint à hauteur de 50 % au moins **au plus tard huit mois à compter de la date de clôture de la période de souscription** et à hauteur de **100 % au plus tard le dernier jour du huitième mois suivant**.

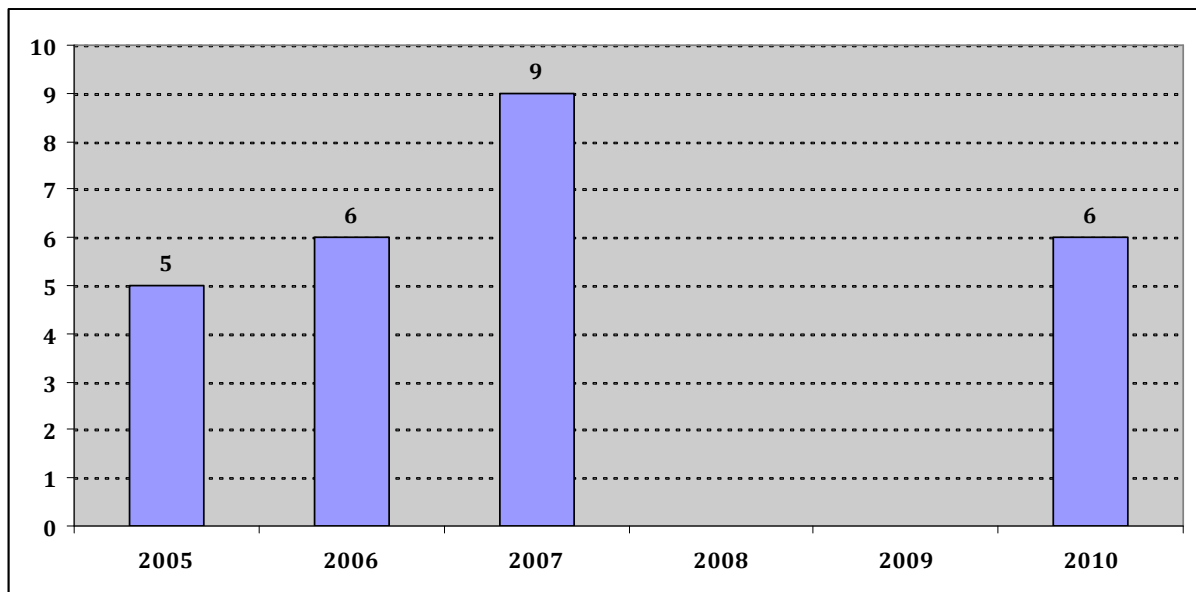
Cette durée courte est une contrainte qui oblige la société de gestion à devenir moins sélective dans ses investissements pour ne pas faire perdre à ses clients le bénéfice d'une fiscalité avantageuse. Cette durée ne correspond par ailleurs pas à la pratique des fonds FCPR ou des fonds internationaux, qui investissent sur une période de quatre à cinq ans.

La durée de vie des fonds fiscaux est donc très largement inférieure à la durée qui serait nécessaire pour produire un rendement **satisfaisant**. **Ce constat plaide dès lors pour un allongement, avec a minima un retour aux dispositions antérieures à la loi de finances pour 2010**, qui prévoyaient que le quota d'investissement devait être atteint lors de l'inventaire de clôture de l'exercice suivant l'exercice de constitution du fonds (ce délai pouvant dans la pratique être porté à 36 mois au plus).

5. Les possibilités de liquidation des fonds sont d'autant plus limitées que ces derniers recourent peu à l'introduction sur le marché

Sur la base des données fournies par Alternext, il apparaît que 34 introductions effectuées depuis 2005 concernent des sociétés ayant un fonds d'investissement à leur capital. Parmi ces sociétés, la mission a pu en identifier 26 ayant pour actionnaire un FIP ou un FCPI.

Graphique 4 : Introduction sur Alternext de sociétés ayant à leur capital un FIP ou un FCPI



Source : Mission, sur la base des données fournies par Alternext.

Les entretiens menés par la mission aboutissent au constat selon lequel **les FIP et les FCPI restent toutefois réticents à l'introduction sur le marché et privilégié, dans leur stratégie de sortie, les cessions industrielles**. Les éléments d'explication sont notamment :

- ◆ une moindre pression des souscripteurs des FIP et des FCPI qu'en ce qui concerne les FCPR (les actionnaires institutionnels étant plus sensibles aux multiples et aux TRI) ;
- ◆ l'impossibilité de sortir totalement du capital immédiatement suite à une introduction en bourse, à la différence d'une cession industrielle. Il y a en effet généralement 6 mois de *lock up*¹⁷ à laquelle s'ajoute la nécessité d'être attentif aux signaux donnés au marché, ce qui interdit une sorte rapide à 100 %. Les fonds tendent donc à favoriser les cessions industrielles ;
- ◆ la remise à plat du pacte d'actionnaires au moment de l'introduction (ex. droits de nomination du dirigeant, droits de vote et de blocage, droits prioritaires de sortie ou de réinvestissement etc.). Le pacte est revu et les clauses particulières sont en principe abrogées, ce qui équivaut à une perte de privilège pour le fonds. Par ailleurs, si les fonds sont très animateurs et participent au conseil d'administration, ils deviennent alors des « *insiders* » ayant accès à des informations privilégiées, ce qui restreint leurs capacités à acheter ou vendre dès lors qu'ils sont informés de données particulières. Pour l'éviter, il leur faut démissionner du conseil d'administration et devenir, de fait, des *sleeping partners* ;
- ◆ la liquidité d'Alternext est assez faible : il y a peu d'investisseurs en contrepartie ;

Annexe IV

- ◆ le coût d'introduction est plus élevé qu'une levée de fonds classique (coût de 3 à 5 % en levée de fonds privés classique ; coût de l'ordre de 5 à 10 % pour une entrée en bourse). Après l'introduction néanmoins, les coûts de levée sont moins élevés et la levée plus rapide ;
- ◆ les cessions industrielles, enfin, conduisent généralement l'acquéreur à accepter de payer un *goodwill*¹⁸ au fonds investisseur, ce qui n'est en principe pas observé en cas d'introduction sur le marché.

Encadré 3 : Description du fonctionnement d'Alternext

Alternext se définit comme un système multilatéral de négociation organisée, utilisant la plateforme de technologie d'Euronext (permettant notamment de rentrer des ordres d'achat ou de vente ou encore d'afficher les valeurs de transaction). Le caractère organisé d'Alternext découle de la définition de règles définies d'un commun accord entre l'opérateur et l'AMF, qui encadrent l'introduction en bourse et les conditions à respecter postérieurement à l'introduction. Alternext est un marché réglementé par l'AMF, qui a donné pouvoir à Euronext pour le réguler : Euronext dispose donc du droit d'accepter ou non des valeurs. A la date de la mission, 147 entreprises sont listées sur Alternext, dont l'activité a démarré en mai 2005.

Les conditions de cotations sur Alternext sont considérablement allégées par rapport à Euronext, ceci afin d'ouvrir l'accès aux PME.

Tableau 8 : Comparaison des conditions d'introduction d'une société sur Euronext et sur Alternext

Conditions à respecter	Euronext	Alternext
Conditions à respecter pour l'introduction		
Levée minimale de fonds	Minimum 5 M€	Minimum 2,5 M€ (le chiffre d'affaires de la société devant être de 5 M€ minimum)
Comptes	Comptes certifiés sur les trois dernières années	Comptes certifiés sur les deux dernières années
Normes comptables	IFRS	Normes françaises acceptées
Moyens d'introduction	Offre publique	Offre publique ou placement privé
Conditions à respecter après l'introduction		
Reporting financier	Comptes semestriels et annuels et rapport trimestriel	Comptes semestriels et annuels
Supervision de l'information	AMF	Euronext et AMF

Source : Alternext.

ANNEXE V

Analyse comparative des dispositifs de soutien au capital-investissement en Allemagne, au Canada, aux États-Unis, en Italie, au Royaume-Uni et en Suède

SOMMAIRE

1. SYNTHÈSE DE L'ÉTUDE - LES DISPOSITIFS DE SOUTIEN AU CAPITAL- INVESTISSEMENT OBSERVÉS AU SEIN DE SIX PAYS SONT PRINCIPALEMENT NON FISCAUX	1
1.1. Les six pays étudiés par le réseau des services économiques ont mis en place des fonds de fonds ainsi que des fonds publics d'investissement	1
1.2. Seuls trois pays sur les six observés ont mis en place des dispositifs d'incitation fiscale, qui restent moins avantageux que le dispositif ISF-PME français	1
1.3. Tableau comparatif des dispositifs de soutien au capital investissement dans les six pays observés.....	3

1. Synthèse de l'étude - Les dispositifs de soutien au capital-investissement observés au sein de six pays sont principalement non fiscaux

La mission s'est appuyée sur les compétences du réseau des services économiques de l'Allemagne, du Canada, des États-Unis, de l'Italie, du Royaume-Uni et de la Suède, afin de recenser les dispositifs de soutien au capital-investissement en vigueur dans chaque pays et, lorsque ces données étaient disponibles, se procurer les évaluations de leur efficacité.

La mission s'est par ailleurs déplacée au Royaume-Uni afin de rencontrer les services du HM Revenue and Customs ainsi que divers acteurs du capital-investissement (cf. annexe I).

Le choix de ces pays a été guidé par plusieurs considérations :

- ◆ le Royaume-Uni et la Suède ont été choisis en raison du dynamisme de leur industrie du capital-risque ;
- ◆ l'Allemagne et l'Italie ont été retenues pour deux raisons : d'une part, ces deux pays ont un tissu économique et des problématiques proches de ceux de la France ; d'autre part, l'industrie du capital-risque est de taille relativement modeste, ce qui offre un point de comparaison complémentaire par rapport au Royaume-Uni ;
- ◆ enfin, l'étude des États-Unis et du Canada était logique compte tenu de l'origine nord-américaine du capital-risque.

1.1. Les six pays étudiés par le réseau des services économiques ont mis en place des fonds de fonds ainsi que des fonds publics d'investissement

La mission observe que les six pays observés ont mis en place **des dispositifs de soutien non fiscaux**, qu'il s'agisse de fonds de fonds ou de fonds fiscaux.

Ces fonds sont généralement spécialisés, et ce plus particulièrement sur les entreprises :

- ◆ situées dans des zones à faibles revenus (États-Unis ; Italie) ;
- ◆ innovantes (Allemagne, Canada, Italie) ;
- ◆ selon leur phase de développement : l'amorçage ou capital-risque (Allemagne, Canada, Royaume-Uni), ou encore le capital-développement (Italie).

Toutefois, deux pays se distinguent par la faiblesse de leur action en la matière : la Suède, qui intervient peu en fonds propres, et l'Italie, qui a mis en place des dispositifs encore faiblement utilisés voire non encore mis en œuvre.

1.2. Seuls trois pays sur les six observés ont mis en place des dispositifs d'incitation fiscale, qui restent moins avantageux que le dispositif ISF-PME français

Parmi les pays observés, seuls le Royaume-Uni, les États-Unis et le Canada ont mis en place des incitations fiscales visant à soutenir l'investissement des particuliers dans les sociétés non cotées.

Ces incitations consistent en des crédits ou des réductions d'impôt de niveau très variés, mais qui ne dépassent pas 50 %¹.

Tableau 1 : Comparaison des avantages fiscaux prévus au Royaume-Uni, aux États-Unis et au Canada

-	Royaume-Uni	États-Unis	Canada
Type d'avantage fiscal	Réduction d'impôt et avantages fiscaux relatifs aux dividendes, et aux plus et moins values	Crédit d'impôt et exonération des plus values	Crédit d'impôt
Avantage fiscal lié à un investissement intermédié	<i>Venture Capital trust</i> : réduction d'IR de 30 % de la souscription dans la limite d'un plafond de souscription de 200 000£ Exonération des dividendes et plus values	<i>New market tax credit</i> : crédit d'impôt de 39 % étalé sur sept ans Programmes de type <i>tax credit for private investment</i> , mis en place par les États et offrant des crédits d'impôts de 20 à 50 %	Fonds de travailleurs : crédit d'impôt de 15 % Colombie britannique : <i>Venture capital investment funds</i> : crédit d'impôt de 30 % dans la limite d'un montant d'investissement de 60 000\$
Avantage fiscal lié à un investissement direct	<i>Enterprise investment scheme</i> : réduction d'IR de 20 % dans la limite d'un plafond d'investissement de 500 000£. Exonération des plus values et avantage fiscal sur les moins values.	Exonération partielle des plus-values de long terme liées aux PME situées dans des zones défavorisées Programmes de type <i>angel tax credit</i> mis en place par certains États : crédits d'impôts de 20 à 40 %	Colombie britannique : <i>Eligible business corporation</i> : crédit d'impôt de 30 % dans la limite d'un montant d'investissement de 60 000\$
Durée minimale de détention des parts pour les particuliers	VCT : cinq ans EIS : trois ans	NC	Fonds de travailleurs : huit ans Colombie britannique : <i>Eligible business corporation</i> et <i>venture capital investment funds</i> : cinq ans
Entreprises cibles	Moins de 50 salariés et de 7M£ d'actifs Certains secteurs d'activité sont exclus	NC	Fonds de travailleurs : Moins de 500 salariés ; bilan inférieur à 500M\$ d'actifs Colombie britannique : <i>Eligible business corporation</i> et <i>venture capital investment funds</i> : moins de 100 salariés.

Source : Services économique de la DG Trésor.

¹ Pour rappel, en France, le dispositif ISF-PME mis en place par la loi TEPA permet une réduction d'ISF pouvant aller jusqu'à 75 % du montant investi en direct ou par le biais de holdings.

1.3. Tableau comparatif des dispositifs de soutien au capital investissement dans les six pays observés

Tableau 2 : Analyse comparative des dispositifs de soutien (non fiscaux et fiscaux) au capital-investissement dans six pays

	Royaume-Uni	États-Unis	Allemagne	Canada	Suède	Italie
Montants et acteurs de l'industrie du capital-risque et du capital-développement	En 2008, les fonds de capital-risque ont investi 359M€ dans des entreprises en début de vie.	En 2009, il existe 1 188 fonds gérés par 794 sociétés, capitalisant 179,4 Mds\$. 15,8Mds\$ ont été levés par 140 fonds en 2009 et 17,7Mds\$ ont été investis , dont les 2/3 dans les États de Californie, du Massachussets et de New York. Sur les 17,7Mds\$ investis, 9 % l'ont été à l'amorçage, 26,4 % à la création, 31,1 % à la post-crédation et 33,4 % au capital-développement.	Le capital sous gestion en 2009 est de 36,5Mds€ ; les levées de fonds ont représenté 1,2Mds€, dont 26 % sont destinés à du capital-risque et développement, les investissements 2,2Mds€, dont 42 % dans du capital risque et développement.	Le montant total des investissements en capital-investissement en 2009 s'élève à 1Md\$, dont 45 % sont consacrés à du capital risque.	193M€ ont été levés et 281M€ ont été investis dans le secteur du capital-risque en 2009 , sur un total de 356M€ levés et 1 121M€ investis en capital-investissement. La performance moyenne des fonds de capital-risque est proche de zéro	En 2009, le portefeuille comprend 1 062 entreprises, pour un montant de 19,5Md€. 2,615Md€ ont été investis, dont 98M€ en capital risque et 371 M€ en capital développement.
Dispositifs non fiscaux	Le <i>Department for business innovation and skills</i> a investi dans sept fonds de capital-risque avec la stratégie suivante : Investissement direct Co-investissement Activité de fonds de fonds 337,9M€ ont été investis entre 2000 et 2009	- Programme <i>Small business investment companies (SBIC) (1958)</i> : fin septembre 2009, 315 SBIC (sociétés d'investissement privées) financent <u>sous forme de prêts</u> des PME dans 42 États. Les SBIC se financent par	- le fonds de fonds ERP / EIF (2004) a investi 430M€ dans 16 fonds de capital-risque ; - la KfW, banque publique d'intervention , investit depuis les années 90 dans plusieurs fonds ; - le fonds de	- Fonds et fonds de fonds de la banque de développement du Canada (banque publique des PME) ; - Fonds de fonds dans les trois États (Québec, Ontario, Colombie britannique), avec dans deux États un ciblage sur les	Les acteurs publics interviennent principalement sous forme de prêts, garanties et subventions.	- Fonds high tech pour le Mezzogiorno (2005) : activité de fonds de fonds ; - Fonds pour la finance d'entreprises (2007) : vise à financer des entreprises technologiques ainsi qu'à soutenir les PME situés dans des zones défavorisées. Ce dispositif n'a pas encore été utilisé et ne dispose plus de

Annexe V

	Royaume-Uni	États-Unis	Allemagne	Canada	Suède	Italie
	<p>Au niveau régional, il existe des <i>regional development agencies</i>. L'agence de développement du Nord Ouest a lancé un groupe de six fonds (Northwest fund, de 184,8M£) devant créer un fonds <i>evergreen</i></p> <p>En juillet 2010, un fonds <i>evergreen</i> de prêt a été lancé par le gouvernement écossais</p>	<p>obligations dont la majeure partie est achetée par la <i>small business administration</i> (SBA). Des SBIC investissant en capital se sont également développées entre 1994 et 2005 puis ont été supprimées en raison de leur coût.</p> <p>- Programme New markets venture capital companies (NMVCC) (2001), inspiré du programme SBIC. Les NMVCC investissent en capital dans des TPE localisées dans des zones à faible revenu. Il existe six NMVCC. Le programme est aujourd'hui en extinction.</p> <p>- Programme Rural business investment, au fonctionnement similaire que le SBIC. Les investissements en capital doivent être réalisés dans des entreprises en zone rurale. Une seule société, qui gère</p>	<p>démarrage ERP de la KfW (2005) a co-investi 137M€ dans des starts-ups ;</p> <p>- le fonds de créateurs d'entreprises high tech (2005) est spécialisé dans le capital amorçage ;</p> <p>- les länder allemands interviennent à travers les banques d'intervention régionale ;</p> <p>- il est prévu pour 2011 la mise en place d'une garantie pour les investisseurs institutionnels investissant dans des fonds</p>	<p>technologies.</p> <p><u>Par ailleurs :</u> <u>Au Québec :</u> Mise en place d'un fonds de fonds d'amorçage sélectionnant les fonds cibles sur la base d'un appel d'offres (sélection en août 2010).</p> <p><u>Ontario :</u> - Fonds de fonds ontarien de capital investissement ; - Fonds ontarien de développement des technologies émergentes, qui effectue des co-investissements directs</p>		<p>ressources ;</p> <p>- Fonds national pour l'innovation (2007), avec une activité de fonds de fonds. Les résultats de l'appel d'offre sont en cours d'analyse à la date de la mission ;</p> <p>- Fonds pour les opérations de capital risque géré par la SIMEST (2007) visant à soutenir l'internationalisation des entreprises italiennes ;</p> <p>- Fonds italien d'investissement pour les PME (2010), ciblé sur le capital développement, par le biais d'investissements, de co-investissements, et de fonds d'investissement. L'État est actionnaire de la société de gestion mais ne participe pas au fonds. Opérationnel à partir de septembre 2010.</p> <p>Au total, les dispositifs italiens ont été faiblement utilisés voire non mis en œuvre.</p> <p>Au niveau régional, des dispositifs de soutien au capital risque ont été mis en place mais restent modestes en termes de volume d'investissement.</p>

Annexe V

	Royaume-Uni	États-Unis	Allemagne	Canada	Suède	Italie
		36,4M\$, a été autorisée par la SBA.				
Dispositifs fiscaux	<p><u>Deux dispositifs pour les particuliers :</u></p> <p>- Enterprise investment scheme (1994) : réduction d'IR de 20 % du montant de l'investissement direct, dans la limite d'une dépense de 500 000£. Exonération des plus-values et régime favorable en cas de moins-values. <u>Cibles :</u> entreprises non cotées dont les actifs sont inférieurs à 7M£ et de moins de 50 salariés ; certains secteurs d'activité sont exclus. <u>Bilan à mi-2010 :</u> levée en 15 ans de 6,3Mds £ investis dans 14 500 entreprises.</p> <p>- Venture Capital Trusts (1995) : réduction d'IR de 30 % des montants souscrits, dans la limite d'un plafond de souscription de 200 000£ par an ; exonération des dividendes et plus-values. Obligation</p>	<p>Au niveau fédéral, il existe deux régimes :</p> <p>- les carried interest sont taxés à un taux favorable de 15 % (les revenus ordinaires l'étant à hauteur de 35 %) :</p> <p>- le New market tax credit - NMTC- 2009) : l'investissement dans des sociétés d'investissement éligibles (dont les sociétés cibles se situent dans des zones à faibles revenus) ouvre droit à un crédit d'impôt de 39 % étalé sur sept ans, dans la mesure où la durée minimale de détention des parts est fixée à sept ans.</p> <p>- la déduction fiscale partielle sur les plus-values de long terme relative au capital de PME situées dans des zones défavorisées.</p> <p>- le nouveau programme small business early-stage investment act, en</p>	<p>Pas d'incitation fiscale pour les particuliers à investir dans des entreprises non cotées.</p>	<p>Une centaine de fonds de travailleurs ou fonds fiscalisés investissent dans des PME (moins de 500 salariés), ouvrant droit à un crédit d'impôt de 15 % au niveau de la province et au niveau de l'État fédéral, le particulier devant conserver ses parts au moins huit ans (ou l'âge de la retraite)</p> <p><u>En Colombie britannique :</u></p> <p>- Eligible business corporation : l'investissement direct, pour une durée minimale de cinq ans, dans des PME (moins de 100 salariés) ouvre droit à un crédit d'impôt de 30 % de l'investissement, dans la limite d'une dépense de 60 000\$. 281M\$ ont été investis entre 2003 et 2008.</p> <p>- Venture capital</p>	<p>Pas d'incitation fiscale pour les particuliers à investir dans des entreprises non cotées. Toutefois, des projets de mise en place de fonds de fonds pour les particuliers et de mise en place d'une incitation fiscale sont évoqués</p>	<p>Pas d'incitation fiscale pour les particuliers à investir dans des entreprises non cotées.</p>

Annexe V

	Royaume-Uni	États-Unis	Allemagne	Canada	Suède	Italie
	<p>d'investissement de 70 % en 3 ans. Cibles identiques à celles de l'EIS. <u>Bilan à mi-2010</u> : levée en 15 ans de 3,5Mds£ investis dans 1 500 entreprises.</p>	<p>cours de discussion au Sénat, viserait à co-investir dans des fonds de capital-risque privilégiant certains secteurs (énergies classiques et renouvelables, sciences de la vie, environnement, défense etc.)</p> <p>Au niveau des États :</p> <ul style="list-style-type: none"> - angel tax crédit, dispositif mis en place par 18 États. Le taux de réduction d'impôt lié à un investissement direct dans des PME varie entre 20 et 40 % - programmes de type tax credit for private investment, mis en place par une vingtaine d'États, qui offrent un crédit d'impôt pour des souscriptions dans des fonds d'investissement. Les taux varient de 20 à 50 %. - programmes certified capital company, mis en place dans neuf États, offrant un crédit d'impôt de 100 % aux sociétés 		<p>investment funds : la souscription à des parts de VCC (durée minimale de détention de 5 ans) investissant dans des PME (moins de 100 salariés) ouvre droit à un crédit d'impôt de 30 % de l'investissement, dans la limite d'une dépense de 60 000\$. 189 M\$ levés et 119 investis sur 2003-2008 par trois VCC.</p>		

Annexe V

	Royaume-Uni	États-Unis	Allemagne	Canada	Suède	Italie
		d'assurance investissant dans des fonds d'amorçage.				
Évaluation des dispositifs	<p>Suite à un audit critique du National Audit Office, le BIS a créé <i>Capital for Enterprise Ltd</i> chargé de superviser le dispositif d'investissement dans des fonds de capital-risque.</p> <p>Par ailleurs, le HRMC a dressé un impact économétrique de l'impact des EIS et VCT (1994 – 2005) : corrélation positive avec FBCF, CA et emploi mais peu d'impact sur la marge commerciale et les investissements ; corrélation négative sur le ratio résultat net / CA ; taux de survie inférieur à la moyenne.</p>	<p>Les SBIC ont été évalués en 2008 et le NMTC fait l'objet d'une évaluation qui sera publiée en septembre 2011. Le programme NMTC est susceptible de faire l'objet d'un abondement de 5Md£ en 2010-2011.</p> <p>Certains États, tels que l'Alabama et le Wisconsin, ont également évalué leurs dispositifs.</p>	<p>Évaluation positive, en 2010, du fonds de créateurs d'entreprises <i>high tech</i>.</p>	<p>Les évaluations des fonds fiscaux de travailleurs émettent plusieurs critiques :</p> <ul style="list-style-type: none"> - un actionnariat morcelé - des frais de gestion élevés - des rendements faibles 	S.O.	S.O.

Source : DG Trésor.

ANNEXE V

PIÈCE JOINTE

**Réponse des missions économiques au
questionnaire de l'IGF**



Liberté • Égalité • Fraternité
RÉPUBLIQUE FRANÇAISE



**Contributions des Services économiques des pays suivants :
Allemagne, Canada, Etats-Unis, Italie, Royaume-Uni, Suède**

juillet 2010

Temps passé pour la réalisation
de cette étude :
33 jours agent, soit un coût théorique de 32 010 €

SG3 « Réseaux d'expertise et de veille internationales »

Contact : Pascale SAINT-SULPICE BODIN
Tél. : 01 44 87 22 63 e-mail : sg3@dgtresor.gouv.fr

Dossier n°003500

La direction générale du Trésor (DG Trésor) s'efforce de diffuser des informations exactes et à jour, et corrigera, dans la mesure du possible, les erreurs qui lui seront signalées. Toutefois, elle ne peut en aucun cas être tenue responsable de l'utilisation et de l'interprétation de l'information contenue dans ce document.

Ce document de travail, réalisé par le réseau international de la DG Trésor sur la base d'un cahier des charges et questionnaire précis fournis par le(s) commanditaire(s), permet de disposer d'un panorama de diverses situations à l'international. Toutefois, il ne constitue d'aucune manière une prise de position de la DG Trésor (et par extension celle du ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi) sur le sujet donné.

Le destinataire de l'analyse comparative s'engage à n'utiliser les informations fournies par la DG Trésor que pour ses besoins personnels et à ne pas les transmettre à des tiers sans l'autorisation expresse du bureau des réseaux d'expertise et de veille internationales de la DG Trésor.

SOMMAIRE

INTRODUCTION.....	4
ALLEMAGNE.....	7
CANADA.....	17
ETATS-UNIS.....	31
ITALIE.....	47
ROYAUME-UNI.....	59
SUEDE.....	73

INTRODUCTION

I CONTEXTE D LA DEMANDE

- Situation française

Plusieurs dispositifs d'investissement intermédié dans les entreprises non cotées permettent d'obtenir un avantage fiscal sous forme d'exonération ou de réduction d'impôt sur les sociétés, d'impôt sur le revenu ou d'impôt de solidarité sur la fortune. Certains d'entre eux, bénéficiant sous forme de réduction d'impôt sur le revenu aux souscripteurs de parts de fonds d'investissement de proximité (FIP) et de fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI), dits « Madelin », arrivent à échéance fin 2010.

Dans cette perspective, il semble opportun de dresser le bilan de leur efficacité, en particulier pour le financement de l'économie, et d'examiner le bien-fondé de l'avantage fiscal ou l'opportunité d'une réorientation éventuelle.

II OBJECTIF DE LA DEMANDE

La ministre de l'économie Christine Lagarde a confié à l'IGF une mission relative au capital investissement. Cf lettre de mission en Pj

Cette mission doit dresser un bilan des acteurs et dispositifs en présence, avec notamment l'objectif de documenter l'efficacité des mécanismes de soutien public (fiscaux et non fiscaux) pour les PME et les entreprises innovantes. Un benchmark permettant d'approfondir l'évaluation constituera dans ce cadre un outil très précieux.

III QUESTIONNAIRE DE L'ÉTUDE :

1. Comment évoluent les marchés du capital-risque et du capital-développement depuis 2005 ?

En particulier :

- Principales caractéristiques des fonds (durée de vie, durée des investissements, taille moyenne des fonds, ticket moyen des investissements...)
- Dans le cas où le grand public joue un rôle dans le secteur, via la détention de parts dans des fonds intermédiés, quelle est la répartition des investissements annuels entre les fonds institutionnels et les fonds grand public ?
- Montants levés chaque année, pour chacun des segments du capital-risque et du capital-développement (cf. *annexe et typologie de l'AFIC*)
- Montants investis chaque année, pour chacun de ces segments
- Performances financières des fonds

2. Le cas échéant, quels sont les dispositifs publics d'aide ou de soutien au capital-investissement ? En particulier :

- Quelle est leur nature (fiscale/non fiscale) ?
 - o **non fiscale** : description des acteurs publics et type d'aide : subventions, avances, prêts, garanties d'investissement etc... ;
 - o **fiscale** : modalités et champs d'application précis de l'avantage fiscal, référence des textes relatifs à ces dispositifs fiscaux. Plus particulièrement :
 - dans quel type de cible (ie. entreprises innovantes, PME etc .) ;
 - selon quelles conditions (durée de détention des parts, délais d'investissement etc.) ;
 - pour quel type d'avantage fiscal (montant annuel moyen pour le souscripteur) ?
- Quel est le montant qui est consacré annuellement à ces dispositifs depuis 2000 ?
- Ces dispositifs bénéficient-ils au grand public ou à des professionnels ?
- Quel(s) segment(s) de l'industrie du capital-investissement est (sont) aidé(s) (capital-risque ; capital-développement ; capital transmission ; capital retournement) ? (*cf. annexe et typologie de l'AFIC*)

3. Existe-t-il des études sur l'efficacité socio-économique de ces dispositifs publics ?

Dans l'affirmative :

- Quel est le coût annuel de chacun des types d'incitation ?
- Le cas échéant, quelle est la performance financière globale des fonds d'investissement fiscalement aidés, avec, si possible, une comparaison avec des fonds comparables ne faisant pas l'objet d'une incitation fiscale ?
- Quel est l'impact économique des incitations ? (les entreprises investies connaissent-elles une plus forte croissance de chiffre d'affaires, d'effectifs et d'ouverture à l'international que les entreprises non investies d'une part et les entreprises investies sans incitation d'autre part ?)
- L'impact sur le développement de l'innovation est-il mesuré ?

4. Les dispositifs publics de soutien au capital-risque et au capital-développement ont-ils récemment évolué, ou est-il question de les faire évoluer ?

- En particulier, des déviations par rapport à l'objectif initial de politique publique ou des abus de la part des bénéficiaires (intermédiaires ou finaux) ont-ils pu être constatés du fait du paramétrage des soutiens publics ?
- Quelles évolutions de ces dispositifs ont-elles été prévues pour corriger des déviations ou abus ?

5. Hormis le soutien au capital-investissement, existe-t-il d'autres outils d'aide à l'augmentation des fonds propres des entreprises innovantes et des PME (notamment des PME régionales) ?

Dans l'affirmative :

- Quels sont ces dispositifs ?
- Quelle masse financière représentent-ils ?

DG Trésor - Réseaux d'expertise et de veille internationales

- Leur efficacité a-t-elle été évaluée (notamment par rapport au capital-investissement) ?

6. Quels sont les interlocuteurs idoines que la mission devrait rencontrer en cas de déplacement ?

- Au niveau de l'Etat : acteurs à l'origine de la définition du soutien public (ex. services fiscaux) ou le mettant en œuvre ;
- Au niveau des fonds (ex. association de sociétés de gestion ; principales sociétés de gestion etc.) ;
- Au niveau des entreprises investies dans le cadre de dispositifs de soutien public (MEDEF local, etc.)

ALLEMAGNE

Q1. Comment évoluent les marchés du capital-risque et du capital-développement depuis 2005 ?

Rappelons tout d'abord que le niveau des fonds propres des 3,4 millions de PME allemandes est traditionnellement bas et que l'importance des crédits bancaire est grande. En ces temps où le crédit s'est renchéri et où les contraintes auxquelles sont soumises les banques les obligent à être restrictives, le débat sur les différents instruments de capitalisation est vif. Il porte en particulier sur les produits mezzanine qui, refinancés par titrisation, se sont relativement asséchés. Parmi 21 pays européens, l'Allemagne ne se situe qu'à la 8^{ème} place en termes de ratio Private Equity/PIB. L'éclatement de la bulle DotCom a annihilé les progrès qui avaient été faits notamment en matière de financements de stade précoce jusqu'en 2000 : ils représentaient alors entre 30 et 40% de l'ensemble du capital-investissement et n'en représentent plus qu'un dixième aujourd'hui.

Grands volumes

	2009	2008	2005
Capital sous gestion	36,5 Md€	35,1 Md€	54,2 Md€
Levée de fonds	1,2 Md€	2,7 Md€	7,2 Md€
Investissements	2,2 Md€	7,1 Md€	3,1 Md€
Portefeuille	33,3 Md€	32,3 Md€	21,5 Md€
Nombre d'entreprises du portefeuille	6 593	6 471	5 723
CA cumulé (M€)	195 500	-	170 300
Effectifs	1 170 000	-	797 100

En particulier :

Principales caractéristiques des fonds (durée de vie, durée des investissements, taille moyenne des fonds, ticket moyen des investissements...)

Dans le cas où le grand public joue un rôle dans le secteur, via la détention de parts dans des fonds intermédiés, quelle est la répartition des investissements annuels entre les fonds institutionnels et les fonds grand public ?

Montants levés chaque année, pour chacun des segments du capital-risque et du capital-développement (cf. annexe et typologie de l'AFIC)

Montants investis chaque année, pour chacun de ces segments

Performances financières des fonds

Les statistiques allemandes disponibles ne font pas la part entre les fonds institutionnels et les fonds grand public, car il existe très peu de « sociétés de participations » qui entrent directement au capital d'entreprises et gèrent en même temps des fonds grand public (trois seulement sont connues : MIG, Wölbern Private Equity et Fidura).

La différenciation entre capital-risque et capital-développement ne peut être faite que pour les statistiques sur les investissements (voir ci-dessous).

Les données sur les fonds de capital-investissement ne sont pas publiées, il n'y a aucune contrainte à cet égard du fait que ces fonds ne s'adressent pas, à l'exception des quatre cités ci-dessus, au grand public. Les estimations qui nous ont été données par la fédération des fonds de capital-investissement sont les suivantes :

10-11 ans pour la durée de vie moyenne d'un fonds, avec possibilité de prolongation de 1 à 2 ans ; les participations sont en général détenues entre 4 et 7 ans ; les tailles des fonds privés sont fort variables, mais se situent en majorité entre 50 et 150 M€.

**Chiffres détaillés, source statistiques de l'association BVK :
Levées de fonds :**

	2009		2008		2005	
	M€	%	M€	%	M€	%
Selon la nature de la levée :						
Indépendants	1 206	97,1	1 836	68,2	6 225	86,6
Dépendants (captives)	30	2,4	845	31,4	611	8,5
Revenus du capital réinvesti	5	0,5	11	0,4	349	4,9
Selon l'allocation prévue :						
Capital-risque phase initiale	72	5,8	437	16,0	936	12,0
Capital-risque phase tardive	127	10,2	590	21,9	-	-
Capital risqué sans précision	62	5,0	369	13,7	-	-
Capital développement	63	5,0	46	1,7	1 556	21,6
Rachat d'entreprise	918	74,0	1225	45,5	4 675	65,1
Divers/non identifiés	0	0	24	0,9	17	0,2
Selon le bailleur de capital :						
Etablissements de crédit	380	30,6	148	5,5	832	11,6
Assurances	76	6,1	111	4,1	581	8,1
Fonds de pension	50	4,0	183	6,8	2 690	37,4
Industrie	45	3,6	885	32,9	22	0
Particuliers	111	9,0	158	5,9	411	5,7
Secteur public	22	1,8	110	4,1	552	7,7
Revenus du capital réinvesti	6	0,5	11	0,4	349	4,9
Fonds de fonds	137	11,0	203	7,6	1 033	14,4
Marché des capitaux	1	0,1	0,3	0	377	5,2
Fondations	19	1,6	0	0	-	-
Family Offices	21	1,7	247	9,2	-	-
Autres gestionnaires d'actifs	39	3,2	60	2,2	-	-

Divers/non identifiés	334	26,9	575	21,4	337	4,7
Selon l'origine géographique :						
Allemagne	512	41,2	1 484	55,1	2 406	33,5
Europe	285	22,9	342	12,7	1 976	27,5
Hors Europe	22	1,8	101	3,8	2 803	39,0
Non identifié	423	34,1	765	28,4	-	-

a. Investissements

	2009		2008	
	M€	%	M€	%
Par phase de financement				
Seed	53	2,4	99	1,4
Start up	340	15,7	359	5,1
Later-stage Venture Capital	219	10,1	502	7,1
Développement	297	13,7	476	6,7
Turnaround	50	2,3	45	0,6
Replacement Capital	39	1,8	264	3,7
Rachat d'entreprise	1 173	54,0	5 363	75,4
par branche				
Agriculture	18	0,8	21	0,3
Production industrielle	733	33,8	1 600	22,5
Services industriels	187	8,6	328	4,6
Chimie	56	2,6	1 682	23,7
Technologie de communication	158	7,3	419	5,9
Informatique	211	9,7	284	4,0
Construction	8	0,4	570	8,0
Biens de consommation/commerce	107	4,9	548	7,7
Services aux consommateurs	111	5,1	426	6,0
Energie, environnement	85	3,9	430	6,0
Services financiers	213	9,8	148	2,1
Sciences de la vie	258	11,9	544	7,7
Transports	9	0,4	89	1,2
Non identifiés	16	0,8	21	0,3
<i>Dont hightech</i>	265	12,2	529	7,4
<i>Dont cleantech</i>	86	2,7	114	1,6

par zone géographique :				
Allemagne	1 593	73,3	6 536	91,9
Europe	504	23,2	406	5,7
Hors Europe	75	3,4	166	2,3
par étape de financement				
Financement initial	1 217	56,0	4 650	65,4
Financement complémentaire	819	37,7	1 883	26,5
Non identifié	136	6,2	576	8,1
TOTAL	2 172	100	7 109	100

Q2. Le cas échéant, quels sont les dispositifs publics d'aide ou de soutien au capital-investissement ?

D'une façon générale, selon une enquête réalisée dans 25 pays européens par la fédération européenne de capital-investissement (EVCA), l'Allemagne ne prend que le 20^{ème} rang pour la qualité du cadre réglementaire pour le capital-investissement.

En particulier :

- **Quelle est leur nature (fiscale/non fiscale) ?**
 - o **non fiscale : description des acteurs publics et type d'aide : subventions, avances, prêts, garanties d'investissement etc...** ;
 - o **fiscale : modalités et champs d'application précis de l'avantage fiscal, référence des textes relatifs à ces dispositifs fiscaux. Plus particulièrement :**
 - **dans quel type de cible (ie. entreprises innovantes, PME etc .) ;**
 - **selon quelles conditions (durée de détention des parts, délais d'investissement etc.) ;**
 - **pour quel type d'avantage fiscal (montant annuel moyen pour le souscripteur) ?**
- **Quel est le montant qui est consacré annuellement à ces dispositifs depuis 2000 ?**
- **Ces dispositifs bénéficient-ils au grand public ou à des professionnels ?**
- **Quel(s) segment(s) de l'industrie du capital-investissement est (sont) aidé(s) (capital-risque ; capital-développement ; capital transmission ; capital retournement) ? (cf. annexe et typologie de l'AFIC)**

Il n'existe guère en Allemagne d'aide fiscale au capital-investissement. En revanche, les lois récentes, depuis 2004, ont cherché à mettre sur un pied d'égalité le capital-investissement et le financement par le marché (actions).

Il existe en revanche un certain nombre **d'instruments non fiscaux**.

2.1 Tout d'abord, la promotion de la levée de fonds :

- a. Le **fonds de fonds ERP/EIF**, qui a démarré en 2004, avec un volume initial de 500 M€ apporté conjointement par le gouvernement allemand et l'EIF. Il a été abondé à 1 Md€ en mai 2010, dans le but de servir d'investisseur de référence (cornerstone investor) dans les fonds de capital-risque allemands. Il a investi 430 M€ dans 16 fonds (état en mai 2010) ;

- b. La KfW, banque publique d'intervention, investit depuis les années quatre-vingt-dix dans plusieurs fonds (venture capital, mid-market) ; (cf tableau ci-dessous)
- c. Initiatives des Länder allemands par l'intermédiaire de leurs banques d'intervention régionale, telles que NRW-Bank, ILB Brandenburg, ISB Rheinland-Pfalz.
- d. Initiative prévue au contrat de coalition sur une nouvelle garantie qui pourrait être accordée à des investisseurs institutionnels qui investiraient dans des fonds de capital-investissement. Est en cours de mise au point, ne démarrera pas avant 2011.

2.2 Ensuite, la promotion des investissements dans le capital-risque :

a. Le fonds de démarrage ERP de la KfW

Il a débuté » en 2005 comme programme public de co-investissement, spécialisé dans les start-up, n'investit qu'avec des partenaires, soit des fonds de capital-risque, soit des « business angels », soit des entreprises ; est géré par la KfW.

L'investissement maximal est d'environ 1,5 M€ au premier tour, total maximum 3 M€ comme co-investisseur avec une société de capital-risque.

A réalisé des investissements de 55 M€ en 2007, 137 M€ de 2005 à 2008.

b. Le fonds de créateurs d'entreprises high-tech

A démarré en 2005, géré par une équipe indépendante, et créé avec un volume de 272 M€, apportés par le gouvernement allemand (majorité), Daimler, Deutsche Telekom, BASF, Siemens, Carl Zeiss et Bosch ; spécialisé dans le capital d'amorçage. 300 entreprises technologiques ont été aidées par un apport de 0,5 M€ chacune, auquel peut s'ajouter un investissement additionnel de 0,5 M€ ; au 31 août 2009, 159 investissements et 100 investissements additionnels ont été réalisés par des investisseurs tiers (pour un volume d'environ 130 M€).

Sociétés de capital-risque des banques publiques

Plusieurs sociétés régionales de capital-risque se concentrent sur l'investissement technologique, n'investissent que dans les limites géographiques du Land. Elle peuvent bénéficier de garanties de la part de la KfW.

Interventions de la banque publique KfW en matière de capital-investissement

Programme	2008		2009	
	Nombre	Volume M€	Nombre	Volume M€
Capital subordonné				
- ERP-Capital pour création d'entreprise (dans les 3 premières années d'existence)	1 168	138	1 361	110
- ERP Capital pour croître (entre 2 et 5 ans d'existence)	89	15	15	4
- KfW-Capital pour l'emploi et l'investissement (après 3 ans d'existence)	157	210	84	110
- ERP-Innovation (après 2 ans d'existence)	432	888	675	1 220
Capital participation				
- ERP Startfonds (pour jeunes entreprises technologiques de moins de 10 ans d'existence)	130	63	169	71
- ERP-Programme de participations pour sociétés de participation	322	65	263	66
- KfW-programme de capital-risque (garanties pour sociétés de participation)	143	114	122	61
- KfW-Genussrechtsprogramm (titres participatifs) (en cours de réactualisation, chiffres indisponibles)				

Q3. Existe-t-il des études sur l'efficacité socio-économique de ces dispositifs publics ?

Dans l'affirmative :

- *Quel est le coût annuel de chacun des types d'incitation ?*
- *Le cas échéant, quelle est la performance financière globale des fonds d'investissement fiscalement aidés, avec, si possible, une comparaison avec des fonds comparables ne faisant pas l'objet d'une incitation fiscale ?*
- *Quel est l'impact économique des incitations ? (les entreprises investies connaissent-elles une plus forte croissance de chiffre d'affaires, d'effectifs et d'ouverture à l'international que les entreprises non investies d'une part et les entreprises investies sans incitation d'autre part ?)*
- *L'impact sur le développement de l'innovation est-il mesuré ?*

Il existe une seule étude de ce genre, elle évalue l'efficacité du fonds « création d'entreprise High Tech ». L'évaluation a été commanditée par le ministère fédéral de l'économie à la « Frankfurt School of Finance & Management » en coopération avec la société Technopolis, les résultats ont été présentés en février 2010. L'évaluation est positive : en 4 ans, les gestionnaires du fonds ont très bien réussi à mettre en œuvre les objectifs qui leur étaient impartis, ils ont contribué à stimuler le marché du financement des jeunes pousses, ce fonds est devenu l'acteur central de ce marché. Son modèle a incité les Länder à créer des instruments du même genre au niveau régional, et grâce à des coopérations avec le Fonds, des synergies ont été générées. C'est d'autant plus nécessaire que les investisseurs privés ont tendance à se retirer du financement des jeunes pousses.

Il n'existe en revanche aucune mesure du coût ni de l'impact économique des dispositifs.

Q4. Les dispositifs publics de soutien au capital-risque et au capital-développement ont-ils récemment évolué, ou est-il question de les faire évoluer ?

- *En particulier, des déviations par rapport à l'objectif initial de politique publique ou des abus de la part des bénéficiaires (intermédiaires ou finaux) ont-ils pu être constatés du fait du paramétrage des soutiens publics ?*

Sans objet.

- *Quelles évolutions de ces dispositifs ont-elles été prévues pour corriger des déviations ou abus ?*

Le contrat de coalition signé en 2009 par les partis du gouvernement actuel annonçait deux mesures : la réédition du fonds de créateurs d'entreprises high-tech, qui vient d'être évalué (cf. supra). Cette mesure est en cours de réflexion ; et la mise en place d'un instrument de garantie pour les investisseurs institutionnels qui investissent dans des fonds allemands de capital-risque. Ce projet s'avère plus compliqué que prévu et devrait prendre encore du temps.

Q5 Hormis le soutien au capital-investissement, existe-t-il d'autres outils d'aide à l'augmentation des fonds propres des entreprises innovantes et des PME (notamment des PME régionales) ?

Dans l'affirmative :

- *Quels sont ces dispositifs ?*
- *Quelle masse financière représentent-ils ?*
- *Leur efficacité a-t-elle été évaluée (notamment par rapport au capital-investissement) ?*

Il existe plusieurs dispositifs : les « sociétés de participation PME » régionales qui sont actives depuis quarante ans mais semblent, en raison de la faiblesse en fonds propres des petites et moyennes entreprises, gagner un nouvel élan ; le système des business angels, que l'on ne détaillera pas plus avant, car il existe dans de nombreux pays. Il suffira de dire que la participation moyenne est de 250 000€, la fourchette allant de 25 000€ à 1,5 M € et que la durée de l'engagement va de 4 à 6 ans. Enfin, le secteur bancaire a déployé récemment de gros efforts pour mettre en place des fonds de soutien aux PME.

5.1 Mittelständische Beteiligungsgesellschaften

Depuis la création des premières en 1970, 15 « sociétés de participation dans les PME » régionales (une par Land, Berlin et le Brandebourg ayant une société commune), issues des milieux industriels et financiers de leur région, sont les interlocuteurs privilégiés des PME. Leurs sociétaires sont les chambres de commerce et de métier, les fédérations patronales et professionnelles et le secteur bancaire. Deux d'entre elles ont, en outre, une participation du Land, soit directe (Mecklembourg-Poméranie), soit par l'intermédiaire de la banque d'intervention du Land (Bavière). Dans toutes les régions, leurs liens sont très étroits avec la société de garantie, elles sont même souvent regroupées dans une même entité. Elles apportent le plus souvent une participation tacite, et, en tout état de cause, minoritaire, et se refinancent grâce au programme de participation du fonds ERP. Leur participation peut durer jusqu'à 15 ans.

Leur but est de fournir du capital propre aux PME et aux jeunes pousses. Elles offrent des programmes dont les grandes lignes sont comparables. A titre indicatif, on peut citer les programmes de la société de participation du Bade-Wurtemberg et le montant maximal de la participation :

- création d'entreprise : 250 000€ ;
- succession d'entreprise : 750 000€ ;

- expansion d'entreprise : 1 M€ ;
- fonds de capital-risque : 500 000€ (exceptionnellement jusqu'à 1 M€) ;
- coopérations de PME : 2,5 M€.

Toutes les participations aux différents programmes ont en commun les caractéristiques suivantes :

- participation tacite ;
- capital-investissement dans l'objectif d'améliorer les ratios de bilan ;
- financement à long terme (en général au moins 5 ans et au plus 10 ans) ;
- remboursement à la valeur nominale en règle générale (sauf fonds de capital-risque) ;
- rémunération intéressante de la participation ;
- sauvegarde totale de l'indépendance de l'entreprise, notamment pas d'intervention dans l'exploitation ;
- pas de sûretés nécessaires pour l'entreprise (sauf garantie personnelle partielle), ce qui laisse toute possibilité d'obtenir des crédits auprès des banques.

Pour ce qui concerne la rémunération de la participation, on peut citer à titre indicatif celle de la société de Basse-Saxe : 5,5% indépendamment du bénéfice pendant les trois premières années auxquels s'ajoutent 2% de rémunération en fonction du bénéfice. A partir de la 4^{ème} année, la rémunération est fonction de la situation sur les marchés au moment de la prise de participation. En outre, des frais de gestion de dossier de 1,50% du montant de la participation, plafonnés à 1 500€, sont facturés. Les conditions à remplir par les PME sont : installée dans le Land, pas plus de 5 ans d'âge et moins de 50 salariés, bilan inférieur à 10 M€ ou CA inférieur à 10 M€.

Les sociétés de participation régionales jouent un rôle important dans le tissu industriel du pays. Depuis la création des premières en 1970, elles ont soutenu 11 000 PME, avec des participations cumulées de plus de 3,3 Md€. Actuellement, selon les statistiques 2009, elles détiennent des participations de 1,2 Md€ dans 3 240 entreprises représentant un chiffre d'affaires cumulé de 30 Md€ et des effectifs de 2 400 salariés. Les nouvelles participations 2009 ont toutefois baissé, 137 M€ dans 406 PME, contre 158 M€ dans 504 entreprises en 2008 et 175,5 M€ en 2007. Régionalement, elles sont inégalement réparties : la Bavière (51 M€ en 2008) et le Bade-Wurtemberg (46 M€) dépassant de loin les autres Länder (Schleswig-Holstein 19 M€, Saxe 9,5 M€, Berlin-Brandebourg 7 M€, Basse-Saxe 5 M€, tous les autres se situant en dessous de 5 M€, le Land le plus peuplé et intégrant la Ruhr, la Rhénanie du Nord-Westphalie, ayant enregistré des participations nettes de zéro).

La crise ayant pénalisé en particulier les PME, qui ont enregistré une dégradation de leurs résultats, provoquant une baisse de leur notation pour 2010, rendant plus difficile le recours aux capitaux tiers et épuisant les capitaux propres, les banques de garantie (« Bürgschaftsbanken »), les sociétés de participation régionales et le ministère fédéral de l'économie ont mis au point un **nouvel instrument mixte alliant un crédit garanti et du capital-investissement, « 1000+Zukunft » (1000+Avenir)**.

L'Etat met 19,7 M€ à disposition pour apporter à 1000 petites entreprises des liquidités et du capital. Le principe est que deux tiers du montant sont apportés en crédit garanti, un tiers en participation (pour un montant total allant de 100 000 à 500 000€) ; la banque-maison de l'entreprise doit porter une part de responsabilité : au Bade-Wurtemberg, le crédit n'est garanti qu'à 50-70%, en Saxe-Anhalt, la banque se porte garante de 15% du montant cumulé crédit-participation.

5.2 Le secteur bancaire multiplie récemment les initiatives de fonds PME

Deutsche Bank a été la première, en décembre 2009, à annoncer une initiative de fonds pour financer les PME. Elle envisageait un fonds d'un volume de 500 M€, qu'elle lancerait et auquel d'autres banques pourraient participer. Mais aucune n'ayant jusqu'à présent voulu se rallier à ce projet, Deutsche Bank a, en février, fait connaître les modalités de ce fonds « Mittelstandsfonds für Deutschland » (Fonds PME pour l'Allemagne) : il vise plutôt le segment du financement mezzanine, il servira à renforcer les fonds propres des PME sous forme de titres participatifs à 7 ans « à des conditions attrayantes » (on parle d'un rendement de 12 à 14%), il sera géré par M Cap Finance et doté de 300 M€, au moins au début. Il s'adresse aux PME opérant un chiffre d'affaires maximal de

100 M€, les tranches de participation se situent entre 2 et 10 M€. Il devrait démarrer son activité à l'été 2010.

Commerzbank et KfW ont, pour leur part, annoncé en juin un **fonds PME**, d'un volume de 300 à 500 M€ destiné à fournir des fonds propres aux PME. Les deux partenaires le dote dans un premier temps de 100 M€ chacun. Il devrait être opérationnel cet été, mais le gestionnaire du fonds n'est pas encore nommé. Seront éligibles les entreprises ayant un chiffre d'affaire situé entre 50 et 500M€ ; les entreprises en difficultés et les LBO ne sont pas visées ; ce sont les entreprises familiales qui constituent le cœur de cible ; la durée de l'engagement doit être d'environ 10 ans. L'apport en capitaux propres se situera entre 10 et 30 M€ ; la rémunération, non chiffrée, doit être conforme aux conditions du marché.

En revanche, le fonds PME annoncé au même moment par le réseau des **caisses d'épargne** fournira du crédit aux PME.

Q6. Quels sont les interlocuteurs idoines que la mission devrait rencontrer en cas de déplacement ?

- *Au niveau de l'Etat : acteurs à l'origine de la définition du soutien public (ex. services fiscaux) ou le mettant en œuvre ;*

Ministère de l'économie : Dr. Johannes Velling, chef du bureau IIC2, intervention, KfW, financement des créations d'entreprises ;

KfW : Axel Nawrath, membre du directoire en charge du soutien aux agents économiques en Allemagne.

- *Au niveau des fonds (ex. association de sociétés de gestion ; principales sociétés de gestion etc.) ;*

Association des sociétés de gestion : Dörte Höppner, secrétaire-générale de l'association BVK

- *Au niveau des entreprises investies dans le cadre de dispositifs de soutien public (MEDEF local, etc.*

BDI (fédération allemande de l'industrie) : Dr. Kudiss, économiste en chef.

CANADA

Au Canada, le marché du capital investissement se caractérise avant tout par la prédominance de cadres provinciaux diversifiés. S'il existe un marché national du capital investissement et des dispositifs gérés par le gouvernement fédéral, la plupart des dispositifs publics sont d'origine provinciale. Chaque cadre provincial présente des particularités fortes, en termes de dispositifs publics, d'acteurs et de dynamique.

Caractéristiques communes

Historiquement, **le marché canadien du capital investissement s'est structuré autour de deux sources principales : les fonds publics et l'épargne des particuliers dans le cadre d'incitatifs fiscaux.**

- Le marché canadien du capital investissement se caractérise par la place des **acteurs publics** : des fonds directs publics fédéraux (i.e. Banque de développement du Canada, de type OSEO, cf. Annexe) ou de nombreux acteurs publics ou parapublics provinciaux.

- Les années 1980, et surtout 1990, ont vu la montée en puissance de **dispositifs d'investissement intermédiés permettent aux particuliers de bénéficier d'un avantage fiscal**, dont la plupart sont liés à des syndicats, et sont qualifiés de « fonds de travailleurs » (ex : le Fonds de solidarité de la Fédération des Travailleurs du Québec, cf. annexe).

Sur la période récente, **on constate un net retrait de ces deux sources de fonds, dans un contexte général de déclin des levées de fonds.** En 2009, environ un milliard de dollars canadiens¹ ont été levés au Canada, soit un niveau stable par rapport à 2008 et 2007, mais en deçà du pic de 1,7 milliard en 2005, année record (cf. statistiques en annexe).

Tendances récentes

- **des choix divergents dans l'incitatif fiscal.** La décision de supprimer progressivement les avantages fiscaux aux particuliers a été prise en 2006 en Ontario. Au Québec, à l'inverse, ils sont encore élargis pour les fonds de travailleurs. L'aide fiscale est également utilisée en Colombie britannique, en particulier dans le cadre des *business angels*.

- **remise en cause de la gestion directe**, suite au constat assez général au Canada de l'inadéquation des profils des gestionnaires publics (plus financiers qu'entrepreneurs) et des incitations. Innovatech Québec a fermé en 2007. BDC investit désormais dans des fonds privés indépendants. Le Fonds de Solidarité québécois participe au fonds de fonds québécois.

- **développement de fonds de fonds**, au niveau provincial depuis quelques années, ce modèle est largement préconisé par la recherche au Canada. Ces fonds sont soit publics, c'est à dire gérés en interne par le gouvernement, soit privés, donc à gestion externalisée (cf. annexe).

- **le recentrage de l'intervention publique sur la phase d'amorçage**, d'autant plus que la crise financière a vu au Canada les rares fonds privés se retirer en premier de cette phase. Exemples des fonds d'amorçage au Québec, des fonds de développement des technologies émergents en Ontario et des *business angels* en Colombie britannique.

Conclusion

¹ Tous les montants seront donnés en dollars canadiens. 1 CAD = 0.751258 €

Il n'existe pas ou plus de modèle canadien. Les évolutions dans les provinces tendent à diverger, malgré des fondements communs, en particulier le poids des acteurs publics. Si on raisonne sur un plan provincial, **les modèles du Québec et de Colombie britannique apparaissent comme les plus complets et intéressants**. On retrouve dans les deux provinces le diptyque canadien :

- (i) Depuis les années 1980 et 90, des « **fonds de travailleurs** » permettant d'orienter l'épargne des particuliers / grand public vers le capital investissement dans le cadre d'une incitation fiscale d'un montant faible. Ces dispositifs, assez critiqués, apparaissent très spécifiques. Au Québec, ces fonds, de très grande taille, constituent des acteurs majeurs du développement économique provincial ;
- (ii) Un **fonds de fonds** de grande envergure, établi dans la période récente, afin de compenser la faiblesse des capitaux privés, et partant du constat de l'inadéquation des dispositifs publics directs. Ces fonds se situent encore en phase de lancement et il est difficile de tirer des enseignements du passage à la gestion indirecte.

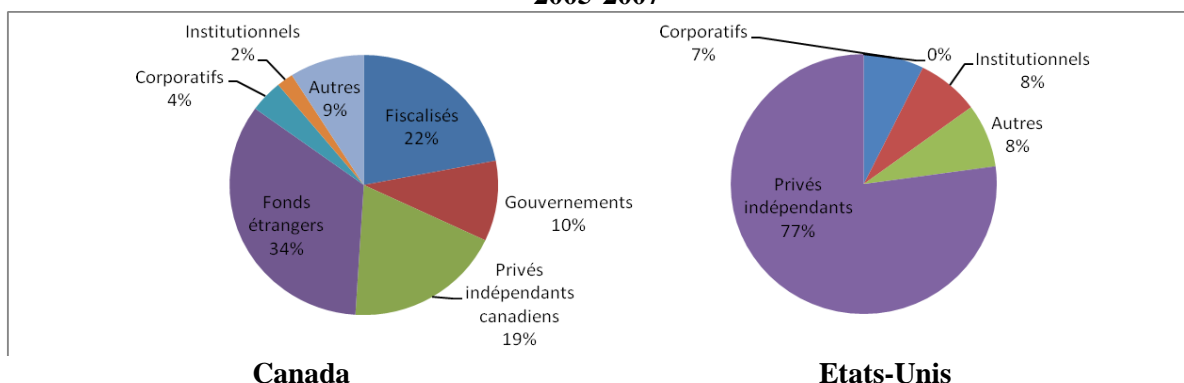
Par ailleurs, la **Colombie britannique** met en œuvre depuis une décennie un autre dispositif d'incitation fiscale qui présente un réel intérêt, et qui constitue une originalité dans le paysage canadien. Il permet à des particuliers, plutôt fortunés, souvent des entrepreneurs, d'investir dans des sociétés innovantes, soit directement (en tant que *business angels*), soit indirectement (au travers de sociétés de gestion privées). L'avantage fiscal est conséquent, le montant de l'avantage fiscal étant jugé critique pour inciter les particuliers à s'impliquer dans l'entreprise (cf. annexe).

Ce dispositif semble fonctionner. La Colombie britannique est la seule province canadienne dont le marché de capital investissement a continué à se développer sur les dernières années. Un point d'intérêt est la commande par la province d'un **audit externe d'évaluation de son dispositif**, sur un plan financier et socio-économique. Les résultats de l'étude seront rendus publics d'ici septembre 2010 et constitueront les bases d'une révision du dispositif en 2011.

Dans le cas où un déplacement serait envisagé en Amérique du nord, et idéalement sur la côte ouest américaine, l'étape de Vancouver pourrait trouver sa place dans une mission.

Statistiques

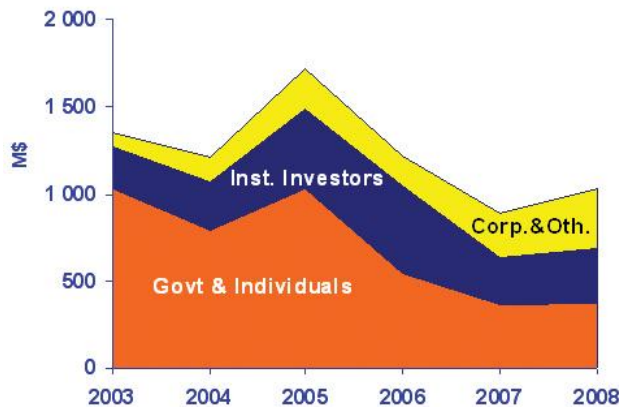
Investissements en capital investissement par type de fonds au Canada et aux Etats-Unis en 2005-2007²



Source: Gilles Duruflé, Thomson Reuters

La structure canadienne est très différente de celle des Etats-Unis. Les acteurs principaux du marché du capital investissement aux Etats-Unis sont les fonds d'investissements privés indépendants qui représentent plus des trois quarts des sommes investies entre 2005 et 2007. Historiquement, les deux sources les plus importantes de financement proviennent des gouvernements et des particuliers bénéficiant d'exonérations fiscales (« fiscalisés»). La majorité des fonds étrangers sur le marché canadien sont américains.

Fonds de capital investissement levés par type d'acteurs (2003-2008)

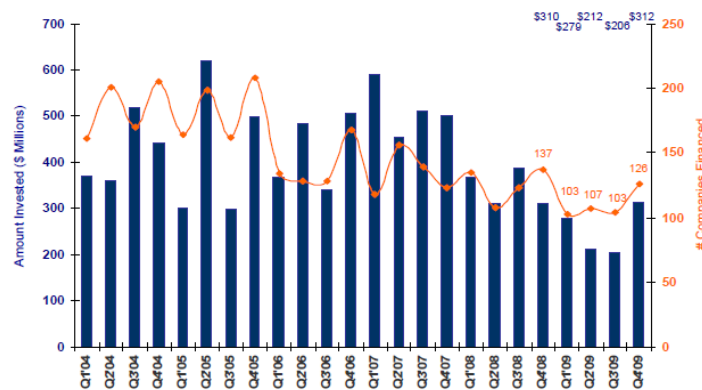


Source: Gilles Duruflé, Thomson Reuters

Sur les dernières années, la part des financements des gouvernements et des particuliers s'est contractée nettement, sous l'effet d'un changement de stratégie de la part des gouvernements, souhaitant réduire les fonds directs et limiter la dépense fiscale. De nouvelles initiatives ont été engagées depuis 2008 (fonds de fonds notamment) mais n'ont pas encore compensé l'impact. Du coup, les fonds levés par les gouvernements et les particuliers ont chuté de plus d'un milliard en 2003 à moins de 400 millions en 2008, ce qui constitue la principale raison du déclin des investissements canadiens depuis 2006.

² Pour une présentation du capital investissement au Canada, cf. rapport du CVCA publié en janvier 2009 http://www.cvca.ca/files/Downloads/Final_VC_Study_-_Fr.pdf

\$312 Million of VC Invested in Q4 2009
 Dollars Invested and Companies Financed



Source : Thomson Reuters

Ce graphique illustre l'évolution des montants investis depuis 2004 sur une base trimestrielle. En 2009, les investissements se sont contractés nettement et ont atteint le niveau le plus bas depuis le milieu des années 1990. La contraction s'est stabilisée sur le quatrième trimestre 2009. Sur 2009, on note que le nombre d'entreprises financées est resté relativement stable, ce qui implique des montants d'investissements plus faibles par opération.

Sur le premier trimestre 2010, la tendance s'est stabilisée³. Les investissements s'élèvent à 276 M\$ au Canada, proche du montant investi l'an dernier à la même époque (279 M\$). Ce sont toutefois **les chiffres les plus bas pour un premier trimestre depuis 1996**. Au niveau régional, le Québec accueille plus du tiers des investissements (37%). Les TIC attirent la plus grande part des investissements (37%), mais ce sont les biotechnologies et les technologies propres qui ont stimulé l'activité sur le premier trimestre.

Fonds de capital investissement investis en 2009 par phase

Total VC Investment Activity by Stage			
2009			
Stage (All)	\$Inv'd ('000)	#Cos	#Fings
Stage (All)	\$ 1,009,519	331	373
Early Stages	\$ 449,404	150	177
a. Seed	\$ 17,734	13	15
b. Startup	\$ 209,813	63	70
c. Other Early Stage	\$ 221,857	78	92
Later Stages	\$ 560,115	186	196
d. Expansion	\$ 477,564	160	168
e. Acquisition/Buyout	\$ 16,960	5	5
f. Turnaround	\$ 14,462	9	10
g. Other Stage	\$ 51,129	13	13

© 2010 Thomson Reuters. All rights reserved.

Le montant total des investissements en capital investissement au Canada en 2009 s'élève à plus d'un milliard de dollars. La répartition entre le capital risque et le capital développement est plutôt équitable puisque 45% du total est investi en capital risque et 55% pour le capital développement.

³ http://www.cvca.ca/files/News/CVCA_Q1_2010_VC_Press_Release_FINAL.pdf

Mesures gouvernementales récentes

Sur la période récente, les autorités canadiennes, aux niveaux du gouvernement fédéral et des provinces, ont engagé plusieurs mesures afin de soutenir l'industrie du capital investissement au Canada.

On recense plusieurs types de mesures⁴ (cf. annexe) :

- Fonds publics en direct [Direct] : Banque de Développement du Canada
- Co-investissement en direct [Co-inv Fund]: Ontario (FODTE)
- Gestion en interne de fonds de fonds [Gov FoF] : Colombie britannique (Renaissance), Alberta, Banque du Développement du Canada
- Allocation de fonds publics à des fonds de fonds privés [Private FoF] : Ontario (OVCF), Québec (Teralys), Québec (amorçage)

		Government Allocation	Other Anchor LPs	Private sector LPs (in cented)	Total	
BC	Gov FoF	\$90 M			\$90 M	
AB	Gov FoF	\$100 M			\$100 M	
ON	Private FoF	\$90 M		\$115 M	\$205 M	} \$455 M
	Co-inv Fund	\$250 M			\$250 M	
QC	Private FoF	\$200 M	\$500 M	\$125 M?	\$700 M	} \$800 M
	FoF	\$50 M	\$50 M	\$25 M?	\$100 M	
Fed.	Gov FoF	\$165 M			\$165 M	
	Direct	\$260M			\$260M	
Total		\$ 1205 M	\$550 M	\$115 M	\$1870 M	/4=\$468 M per yr

Source : Gilles Duruflé, Thomson Financial

Globalement, ces mesures visent à investir près de 500 millions de dollars canadiens par an, directement ou indirectement dans des sociétés technologiques. L'objectif premier de ces initiatives est de monter des fonds plus gros et plus solides, de mettre en place les bonnes pratiques de l'industrie afin d'attirer des investisseurs privés dans des fonds de fonds ou comme co-investisseurs, pour faire jouer pleinement l'effet de levier des deniers publics.

⁴ Private capital privé, Fall/Winter 2009, Response to the fundraising crunch, Gilles Duruflé.
http://www.cvca.ca/files/Downloads/CVCA_Private_Capital_Fall_Winter_2009.pdf

La banque de Développement du Canada (BDC)⁵

BDC est la banque publique des PME (sur le modèle d'OSEO/ BDPME). Son activité de capital investissement est marginale dans son portefeuille mais se développe (475MC\$ sur un portefeuille total de 13,1 milliards de dollars en 2010). BDC est présente à chaque stade de développement de l'entreprise, du pré-démarrage jusqu'à l'expansion et privilégie les sociétés à forte composante technologique à potentiel de croissance élevé

Placements de capital investissement

Généralement, les investissements initiaux de BDC varient entre 500 000 \$ et 3 000 000 \$ et s'inscrivent dans le cadre d'un tour de financement allant de 1 000 000 \$ à 10 000 000 \$.

BDC ne détient **jamais plus de 49% du capital de l'entreprise** mais cherche à faire partie du Conseil d'administration de l'entreprise de façon à avoir **un droit de regard** sur les activités, les décisions et les évolutions potentielles.

La BDC s'inscrit aussi dans la **dynamique de reconversion vers le financement indirect** via des fonds privés. En effet, elle a annoncé en 2009 un financement public additionnel destiné au capital investissement de 350 MC\$: 260 millions pour l'investissement direct de BDC dans des entreprises innovantes et 90 MC\$ à destination de fonds privés indépendants canadiens.

BDC investit dans les fonds d'investissement de capitaux privés qui poursuivent les objectifs d'investissement suivants : (i) investissements en capital de investissement concentrés dans des sociétés qui développent des produits et/ou des services assortis d'une propriété intellectuelle importante, avec l'intention de les mettre en marché à l'échelle mondiale ; (ii) à tous les stades de financement ; (iii) à tous les stades profitables pour toutes les régions du Canada ou une en particulier. Taille minimum du fonds : 75 millions de dollars

Déjà un nombre important d'entreprises financées par la BDC au départ ont fait l'objet d'une acquisition, d'une fusion ou ont déjà procédé à un premier appel public, - les trois indicateurs de succès selon la BDC. Par exemple, l'entreprise Tarion Software Inc., une entreprise de TIC a fait l'objet dernièrement d'une acquisition stratégique par IBM.

⁵ http://www.bdc.ca/FR/solutions/capital_risque/Pages/capital_de_risque.aspx

Fonds de fonds

L'établissement de fonds de fonds au Canada est récent, trois fonds importants ont été créés entre 2007 et 2009 au Québec, en Ontario et en Colombie britannique. Ce modèle, largement préconisé par la recherche, doit répondre au constat général de l'inadéquation des profils des gestionnaires publics (plus financiers qu'entrepreneurs) et des incitations.

Ces fonds sont **soit gérés en interne** (BC Renaissance Capital Fund), **soit par des structures privées extérieures** (Teralys au Québec, OVCF en Ontario), l'argent public jouant un effet de levier sur les fonds privés. La principale incitation est constituée par l'application du principe « *first in, first out* » pour les fonds publics qui assument donc la plus grande partie du risque.

Teralys Capital au Québec⁶ (2009)

Teralys Capital est un **fonds de fonds privé**, qui finance des fonds privés de capital investissement, dans les secteurs des TIC, des sciences de la vie et des technologies propres. Le fonds compte des engagements de plus de 700 millions de dollars de la Caisse de dépôt et placement du Québec (« CDC locale »), du Fonds de solidarité FTQ (fonds de travailleurs) et d'Investissement Québec (public). 125M\$ additionnels doivent être levés auprès d'investisseurs institutionnels privés. L'investissement doit être localisé au moins à 50% au Québec, et au plus à 25% hors du Canada. L'objectif est de couvrir l'ensemble de la chaîne de financement technologique en consacrant environ 70% au démarrage et 30 % à la croissance, l'expansion et les rachats d'entreprises technologiques.

BC Renaissance Capital Fund en Colombie Britannique⁷ (2009)

BC Renaissance Capital Fund est un **fonds de fonds public**. La priorité est donnée aux secteurs technologiques clés que sont les nouveaux médias, les technologies de l'information, les sciences de la vie et les biotechnologies. A ce jour, BCRCF détient 90 M\$ de fonds publics. Il a investi dans **huit fonds de capital investissement implantés aux Etats-Unis (4) et au Canada (4) qui ont près de 2,5 milliards de dollars d'actifs**. L'objectif est de générer des rendements, de faire croître le marché du capital investissement en BC et d'améliorer la visibilité de la Colombie-Britannique comme un marché attrayant pour les possibilités d'investissements en capital investissement en Amérique du Nord et dans le monde.

Ontario Venture Capital Fund⁸ (2007)

L'OVCF est une initiative du gouvernement provincial et de fonds institutionnels pour investir en priorité dans des fonds d'investissement en capital investissement qui se concentrent sur des entreprises basées en Ontario. Il s'agit d'un **fonds de fonds privé** qui a pour objectif principal de générer des rendements intéressants pour les investisseurs. Le fonds a clôturé sa première année en juin 2008 avec 205 millions de dollars d'investissements en capital dont 90 millions venaient du gouvernement d'Ontario et 115 millions du secteur privé. Les principaux investisseurs sont le gouvernement d'Ontario, aux côtés d'acteurs privés : TD Bank, OMERS Private Equity, RBC, Manulife Financial et publics : BDC.

⁶ <http://www.teralyscapital.com/accueil>

⁷ <http://www.bcrf.ca/BCRCF/Pages/Default.aspx>

⁸ <http://www.ovcf.com/>

**Fonds de travailleurs ou fonds fiscalisés,
Labour Sponsored Venture Investment Fund (LSIF) ou Retail Venture Capital**

Il s'agit de fonds d'investissement, gérés par des professionnels et destinés aux particuliers, créés au Québec en 1983 puis dans le reste du Canada.

Caractéristiques :

- Obligation d'investir dans des PME (effectif inférieur à 500 employés et un bilan inférieur à 500 millions d'actifs), en règle générale dans le secteur non coté, établies dans la province.
- Double crédit d'impôt, au niveau de la province correspondante (en général à hauteur 15% dans une limite de 3500\$) et au niveau de l'Etat fédéral (15% dans une limite de 3500\$).
- Grande diversité : un « méga fonds » au Québec (le Fonds de Solidarité : 6,4 milliards C\$), en Ontario, plusieurs dizaines de fonds (quelques millions de \$ pour les petits).
- On recense au total une centaine de fonds. Chaque fonds est une société de gestion qui peut émettre un ou plusieurs fonds de placement collectif. Ils émettent des actions de différents types, dont des actions ordinaires, destinées au particulier. Les actions sont distribuées au travers d'intermédiaires financiers ou directement auprès du fonds pour les plus gros.
- Historiquement, ces fonds doivent être parrainés par un syndicat de « travailleurs ». En règle générale, le « sponsor » se limite à louer son nom et ne joue pas de rôle actif dans la gestion du fonds. Il nomme toutefois des membres au conseil d'administration.
- Les particuliers doivent conserver leurs actions au moins huit ans (ou bien jusqu'à l'âge de la retraite). Ces fonds sont, dans leur ensemble, abondés au travers des régimes de retraite des particuliers. Ils attirent souvent l'épargne des catégories modestes.
- Ces fonds ne constituent pas des modèles en termes de transparence et de gestion. Les structures sont relativement opaques. Le contrôle est rendu plus difficile par le fait que l'actionnariat est morcelé (les mises de fonds sont plafonnées, par exemple 5000 C\$). Les frais de gestion sont dans l'ensemble élevés (en particulier pour les fonds les plus petits). Les rendements sont faibles, du fait des contraintes (règles de localisation géographique des placements, ou celles qui obligent les fonds à investir 60 à 80% des fonds récoltés l'année précédente, sous peine de pénalités).
- De nombreuses recherches universitaires sont assez critiques sur l'efficacité des fonds de travailleurs⁹¹⁰¹¹.

Divergences entre provinces :

- En Ontario,

La province a décidé en 2005, de retirer progressivement son incitatif fiscal et de le supprimer totalement en 2013. Depuis cette décision, l'industrie des fonds de travailleurs dans l'Ontario connaît de grandes mutations, avec la disparition des fonds les plus petits, la fusion des fonds et la diversification des fonds les plus importants.

⁹ Canadian Labour-Sponsored Venture Capital Corporations, Bane or Boon , Douglas J. Cumming, Jeffrey G. MacIntosh, April 2003, <http://www.rotman.utoronto.ca/cmi/news/CummingMacIntosh2.pdf>, voir aussi

¹⁰ Crowding out private equity: Canadian evidence , Douglas J. Cumming, Jeffrey G. MacIntosh, 2006, <http://www.rotman.utoronto.ca/cmi/news/CummingMacIntosh4.pdf>

¹¹ Mutual funds that invest in private equity? An analysis of labour-sponsored investment funds, Douglas J. Cumming, Jeffrey G. MacIntosh, 2007, <http://www.rotman.utoronto.ca/cmi/news/CummingMacIntosh.pdf>

- Au Québec

Les fonds de travailleurs continuent à croître (l'incitatif fiscal provincial a même été augmenté pour le second fond québécois, Fondation, afin d'atteindre une masse critique d'au moins 1,25 milliard C\$). Dans le modèle québécois la taille critique est vue comme le moyen d'obtenir des rendements satisfaisants et de limiter la valeur relative des frais de gestion. Le cas québécois, très particulier, résulte d'un pacte politique et syndical au centre du développement économique de la province. Aujourd'hui, les exigences de transparence et les pratiques de gouvernance, traditionnellement faibles, tendent à se normaliser. Le rôle des fonds de Travaillleurs dans le développement d'une infrastructure de fonds solide et dans les succès en termes d'innovation au Québec est indéniable.

Le Fonds de solidarité¹² est une société de capital développement parrainée par le syndicat Fédération des Travailleurs Québécois. Sa mission principale est de contribuer à créer et à maintenir des emplois au Québec, en investissant dans les moyennes et petites entreprises. L'un de ses objectifs consiste également à procurer à ses actionnaires un rendement équitable. Depuis sa création en juin 1983, le Fonds, dont l'actif net est de 7,3 milliards de dollars au 31 mai 2010, est devenu un joueur incontournable au sein de l'économie québécoise. Au cours de l'exercice ce sont 501 MC\$ qui ont été investis au Québec et 47 MC\$ investis hors Québec.

- En Colombie britannique,

Un seul fonds de travailleurs a été agréé, géré par GrowthWorks : The Working Opportunity fund, de taille moyenne (260 millions C\$). Il a levé 10 millions et investi 34 millions en 2008. Sur 2003-2008 : 161 millions levés et 220 investis. 8 millions de crédits d'impôts par an (effet de levier potentiel : 55 millions investis). Ce fonds est considéré comme l'un des mieux géré, en particulier du point de vue des frais, qui se situent dans la moyenne de l'industrie.

An Employee Venture Capital corporation (EVCC) (or Labour sponsored Fund) must be sponsored by an employee organization. EVCCs invest in eligible businesses. Investors receive a 15 percent provincial tax credit, non refundable, to a maximum of 2.000 \$ per year, and an additional federal tax credit of 15% to a maximum of 750 \$ per year.

EVCC: investors are BC residents, common shares, shares must be held for at least 8 years.

Eligible business: pays at least 50% of its wages to BC; has together with its affiliates, less than 50 million \$ in total assets; is not substantially engaged in an ineligible activity.

Eligible business shares: common or preferred; EVCC is arms-length and has less than 50% control, maximum 10 million from an EVCC every 2 years.

¹² <http://www.fondsftq.com/>

Modèle de Colombie britannique

Marché du capital investissement de Colombie britannique : 330 millions de \$ levés en 2008

- dont 70 millions directement, contre 54 millions en 2007 et 32,5 millions en 2005

-et 260 millions indirectement (+140% p/p 2003) contre 310 en 2007. A comparer avec l'Ontario : 580 millions (-12% p/p 2003) et le Québec : 393 millions (-32% p/p 2003)

30% des fonds levés ont bénéficié des dispositifs publics provinciaux : **Investment Capital Programs**¹³, à savoir **Angels, VCC, Fonds de travailleurs** (cf. annexe).

Ces programmes publics ont permis en 2008 de lever 100 millions et d'investir 137 millions, soit sur 2003/2008 : 625 millions levés et 619 millions investis.

Deux modèles d'investissement

- Direct : "Angels"

Existing or new small businesses may register as an Eligible Business Corporation (EBC) to raise equity capital directly from arms-length eligible investors. Investments in an EBC must be held for at least 5 years. Individuals who purchases shares of an EBC are eligible to receive a refundable tax credit equal to 30% of their investment amount up to a maximum of 60000 \$. There is no annual limit on the tax credit for corporations, however the credit are not refundable. Excess tax credit may be carried forward and used in any of the four subsequent taxation years.

The EBC must have no more than 100 employees, pay at least 75% of its wages to BC residents; have equity of at least 25000 \$; be substantially engaged in a prescribed activity.

Estimation 2009 (28 millions). 2008 : 69 millions levés et investis dans 223 entreprises ; 2007: 54 levés et investis dans 153 entreprises ; 2006: 54 millions levés et investis dans 166 compagnies. **Soit 281 millions levés et investis sur 2003-2008.**

- Indirect : Venture capital investment funds : VCC

A venture capital corporation (VCC) raises capital to invest in Eligible Small Business (ESB). Shares of a VCC must be held for at least 5 years. Individuals who purchase shares of a VCC are eligible to receive a refundable tax credit equal to 30% of their investment amount, up to a maximum of 60 000 \$. There is no annual limit on the tax credit for corporations, however the credit are not refundable. Excess tax credit may be carried forward and used in any of the four subsequent taxation years.

3 VCC: Advantage, Discovery capital, Pender. Investors are BC residents or taxable corporations.

The ESB must have no more than 100 employees; pay at least 75% of its wages to BC residents; have equity of at least 25.000 \$; be substantially engaged in a prescribed activity.

Estimation 2009 (28 millions). 2008 : 21 millions levés et 34 investis dans 27 entreprises ; 2007: 32 millions levés et 24 investis dans 20 compagnies; 2006: 29 millions levés et 21 investis dans 23 compagnies. **Soit 182 millions levés et 119 investis sur 2003-2008.**

The "angel" investment is primarily focused **on seed capital**. The VCC have more money and provide **expansion capital**, but many times they will invest early (when patents or trademarks exist). There is an interaction between the 2 groups – of the 317 companies which benefited from the two programs, 50 received only retail investment and 206 only angel investment – the interaction with both sources is 61.

¹³ <http://www.tted.gov.bc.ca/TRI/Pages/default.aspx>

Investments per sector: 2003-2007

IT (35%, 67 companies), Manufacturing/processing (20%, 39), New media (16%, 30), Clean technology (14%, 26), Life sciences (9%, 18).

Cadre légal: Small Business Venture Capital Act¹⁴ : quatre dépenses fiscales

- The Equity Capital. 14,5 millions en tax credits
- Clean-tech Venture Capital. 7,5 millions en tax credits
- Community Venture Capital (activity that promotes community diversification). 3 millions en tax credits
- New Media Venture Capital. 5 millions en tax credits

Au total : 30 millions de crédits d'impôts

Evaluation

Le gouvernement fédéral de Colombie britannique a commandé une étude à l'école de commerce de l'Université UBC. Elle a coûté près de 100 000 C\$ sur un an. UBC a étudié plus de 1000 états financiers des 317 entreprises financées par les programmes entre 2001 et 2008. L'étude sera publiée d'ici septembre 2010. Premiers resultants:

Over the 8 year period, the BC/Federal government provided \$256M in tax credits to investors that resulted in \$680M in equity investments. The financial statements reveal that the **317 companies** paid \$789M in taxes over this period. In addition, the 30% tax credit supported investment made up a portion of the total venture capital investment – the 317 companies had owner's equity on their balance sheet of \$2.3B = venture capital from non-tax credit supported investors.

The returns of the retails are less than zero, not including the tax credit.

Legislative changes will be introduced in the spring of 2011 – many of the problems (specifically poor returns from retail VC firms) will be addressed.

Economic impact. 4600 employees at the 317 companies.

Use of the funds. Over 60% of respondents: increase in R&D, investment in working capital, increase full-time equivalent employees, develop sales channels.

¹⁴ http://www.bclaws.ca/EPLibraries/bclaws_new/document/ID/freeside/00_96429_01

Nouveau projet au Québec : des fonds d'amorçage¹⁵

Initiative du gouvernement québécois qui date de 2009-2010. Le gouvernement provincial (à hauteur de 50 M\$) s'engage à investir de l'argent pour abonder **des fonds d'amorçage privés** qui seront sélectionnés pour leurs stratégies d'investissement dans **les PME** dans le domaine des TIC, des sciences de la vie et des biotechnologies.

Pour chaque dollar investi par le secteur privé, le gouvernement investira 2\$, jusqu'à concurrence de 16,5M\$ par fonds. La mise de fonds du gouvernement sera bonifiée par une mise de fonds équivalente des partenaires du gouvernement (Fonds de solidarité FTQ à hauteur de 33M\$ et FIER Partenaires¹⁶ à hauteur de 17M\$). La contribution minimale du secteur privé sera de 8,25M\$ par fonds. Ainsi, chaque fonds bénéficiera d'une contribution minimale de 41,25 M\$. Il n'y a pas de limite à la contribution financière du secteur privé.

	Montant investi par fonds
Gouvernement	16,5 M\$
Fonds de solidarité FTQ / FIER Partenaires	16,5 M\$
Secteur privé	8,25 M\$
Total	41,25 M\$

L'attribution des fonds publics se fera dans le cadre d'un appel de propositions. Un comité de sélection a pour mandat de coordonner le processus d'appel de propositions et de sélectionner les gestionnaires, ou groupes de gestionnaires, qui auront la responsabilité de lever les capitaux du secteur privé et de gérer chacun des fonds. La sélection est en cours (août 2010).

Ontario : Fonds de capital investissement et de développement des technologies émergentes¹⁷

La Société ontarienne de financement de la croissance a été établie en 2008 et a été lancée en **février 2009**. C'est une agence du **ministère de la recherche et de l'innovation**. La principale activité de la SOFC consiste à gérer les intérêts du gouvernement de l'Ontario dans le Fonds ontarien de capital investissement, ainsi qu'à gérer et qu'à administrer le Fonds ontarien de développement des technologies émergentes

Le **Fonds ontarien de capital investissement (FOCR)**, qui dispose d'un budget de 205 M\$, est une initiative du gouvernement de l'Ontario, dans le but d'investir principalement dans les fonds de croissance et les fonds de capital investissement axés sur l'Ontario, qui appuient les sociétés innovantes à forte croissance. L'Ontario a consenti 90 millions de dollars au Fonds, tandis que le reste du financement provient des organismes partenaires privés. Le FOCR est structuré comme un **fonds de fonds** dont le principal objectif est de générer des rendements intéressants pour ses investisseurs. Il est géré par Northleaf Capital.

Le **Fonds ontarien de développement des technologies émergentes** est un fonds au budget de 250 millions de dollars, établi par la province de l'Ontario en 2009. Le FODTE, qui effectue des co-investissements directs, a été conçu pour aider les sociétés ontariennes des secteurs suivants : technologies propres, sciences de la vie et technologie de la santé de pointe, médias numériques et technologie de l'information et des communications.

¹⁵ <http://www.investquebec.com/fr/index.aspx?page=2394>

¹⁶ Les fonds de FIER Partenaires proviennent principalement d'Investissement Québec et des fonds de travailleurs.

¹⁷ <http://www.ocgc.gov.on.ca/site/fr>

Association canadienne du capital investissement auprès du gouvernement fédéral

October 6, 2008

CVCA Calls for Government to Support Increased Commercialization of Research and Development¹⁸

The CVCA recommends a series of practical, modest initiatives that could be implemented by the federal government to help spur the investment needed to support these companies as they work to commercialize Canada's multi-billion dollar annual investment in research.

The recommended initiatives include:

- ✓ **Improving the Scientific Research and Experimental Development program (SR&ED) tax credit program**, which would effectively stimulate the growth of small companies;
- ✓ **Setting up a third-party managed fund of funds** similar to those funds recently established in Alberta, British Columbia and Ontario to help fuel the growth of vibrant, leading-edge companies;
- ✓ **Enabling greater use of government procurement/offsets** to encourage domestic as well as foreign multinational investment in Canadian venture capital funds;
- ✓ **Creating an incentive for large Canadian corporations to invest in Canadian VC funds**, where an investment in a VC fund would receive the same tax treatment that is currently available for in-house research and development.

¹⁸ http://www.cvca.ca/files/News/CVCA_Oct_6_2008_Policy_Release.pdf

Contacts

Fédéral

- Banque de Développement du Canada

Jacques SIMONEAU, vice-président exécutif, responsable du portefeuille capital investissement
http://www.bdc.ca/FR/a_propos/regie_entreprise/Pages/equipe_de_la_direction.aspx

Canada

- Association canadienne du capital investissement et d'investissement

Jacques DURUFLE, vice-président, consultant
<http://www.cvca.ca/about/staff.aspx>

Québec

- TERALYS

Jacques BERNIER, Associé principal,
<http://www.teralyscapital.com/qui-sommes-nous>

- Ministère du Développement économique, de l'Innovation et de l'Exportation

Isabelle GAUDET, Conseillère, Direction des politiques économiques
isabelle.gaudet@mdeie.gouv.qc.ca

Colombie britannique

- Ministry of Small Business, Technology and Economic Development
www.equitycapital.gov.bc.ca

Clint MEGAFFIN, Administrator, Investment Capital Branch
Clint.Megaffin@gov.bc.ca

Dara LANDRY, portfolio manager
Dara.landry@gov.bc.ca

ETATS-UNIS

Q1. Comment évoluent les marchés du capital-risque et du capital-développement depuis 2005 ?

La National Venture Capital Association publie chaque année son [étude du marché du capital-investissement aux Etats-Unis](#).

Cette étude inclue tous les investissements de capital-investissement (à la fois capital-risque et capital-développement) aux Etats-Unis et couvre tous les acteurs concernés (sociétés de capital-investissement dédiées, Small Business Investment Companies, divisions de capital-investissement des entreprises, banques, sociétés de private equity et institutions).

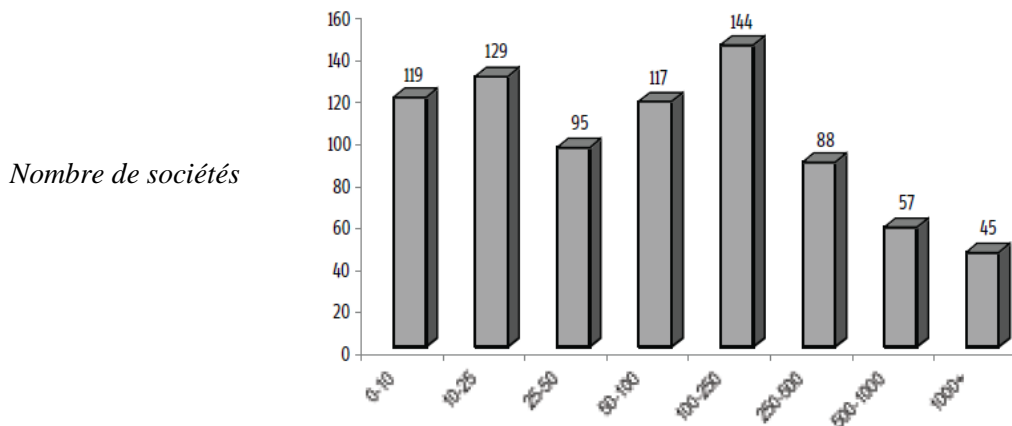
Elle exclue les dettes, les buyouts, les recapitalisations, les rachats, les introductions en Bourse, les investissements privés dans des entreprises publiques et les formes de private equity autres que les activités de capital-investissements.

1- L'industrie du capital-investissement : en 2009, 1 188 fonds gérés par 794 sociétés, capitalisant 179,4 milliards de dollars

La taille moyenne de ces fonds est de 151 millions de dollars. La taille moyenne des sociétés est de 225,9 millions de dollars. 58% (460 sociétés) gèrent 100 millions ou moins.

	1989	1999	2009
No. of VC Firms in Existence	389	753	794
No. of VC Funds in Existence	741	1,396	1,188
No. of Professionals	3,579	7,611	6,828
No. of First Time VC Funds Raised	17	90	21
No. of VC Funds Raising Money This Year	105	454	127
VC Capital Raised This Year (\$B)	4.9	55.7	15.4
VC Capital Under Management (\$B)	28.4	145.6	179.4
Avg VC Capital Under Mgt per Firm (\$M)	73.0	193.4	225.9
Avg VC Fund Size to Date (\$M)	36.3	72.7	105.9
Avg VC Fund Size Raised This Year (\$M)	46.7	122.6	121.1
Largest VC Fund Raised to Date (\$M)	1,175.0	5,000.0	5,000.0

2- Répartition des sociétés par capitaux engagés : 45 de ces sociétés gèrent plus d'un milliard de dollars de capitaux



Capitaux gérés (en millions de dollars)

3- Répartition des capitaux engagés par type de société : l'essentiel des capitaux engagés (163,2 milliards de dollars) sont gérés par un ensemble de sociétés de capital-investissement indépendantes, cotées ou en dehors de la cote, institutionnelles ou non

Viennent ensuite les filiales spécialisées d'institutions financières (10,6 milliards), puis les filiales dédiées de groupes industriels (4,8 milliards).

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Private Independent	2,061	2,942	4,357	6,069	9,236	11,221	14,504	16,713	18,300	21,903	22,369	21,524	22,516	24,677	26,782	33,010	39,994	51,809	75,835	120,062	165,732	210,393	210,933	213,100	222,535	230,233	238,065	223,931	165,453	163,169
Financial Institutions	1,219	1,951	2,219	3,084	3,526	4,105	4,270	4,370	4,107	3,665	3,651	3,136	2,860	3,027	3,644	4,520	5,766	8,465	12,172	17,175	24,018	25,900	25,177	24,356	23,927	22,989	21,655	18,333	11,320	10,595
Corporations	516	751	736	1,011	1,172	1,767	1,767	2,160	2,267	2,100	2,333	2,243	2,389	1,668	1,721	1,613	2,400	2,530	3,233	6,780	12,929	13,988	14,125	13,807	13,482	14,324	14,297	11,279	5,911	4,938
Other	304	416	487	437	666	807	861	850	819	732	667	598	355	228	353	457	540	897	1,160	1,565	2,121	2,317	2,266	2,226	2,257	1,954	1,882	1,457	1,016	808
Total	4,100	6,100	7,800	11,400	14,600	17,900	21,500	24,100	25,500	28,400	29,300	27,500	28,200	29,600	34,500	40,400	49,700	63,700	92,400	145,600	224,000	252,600	253,500	253,500	252,200	249,500	226,700	254,900	203,700	178,400

4- Durée de vie réelle d'un fonds : lors de sa création, la durée de vie théorique d'un fonds de capital-investissement est de 10 ans

La durée de vie théorique d'un fonds de capital-investissement est de 12 ans pour les fonds spécialisés dans les sciences de la vie. Le tableau 4 indique la durée de vie réelle des fonds.

Life of IT Funds In Years	% of Funds
<= 10	7%
11-12	20%
13-14	27%
15-16	22%
17-18	14%
>=19	10%

5- 15,8 milliards de dollars levés en 2009

15,8 milliards de dollars ont été levés par 140 fonds en 2009 (-46% vs 2008). Les 7 principales sociétés de capital-investissement représentent 46% de ce montant.

Année	Montants levés (M\$)	Nombre de fonds
2005	29 043	243
2006	32 095	243
2007	36 206	253
2008	28 531	225
2009	15 821	140
2010-T1	3 618	32

6- 17,7 milliards de dollars investis en 2009

17,7 milliards de dollars (-37% vs 2008) ont été investis dans 2 868 transactions en 2009. 3,3 milliards de dollars ont notamment été investis dans des entreprises nouvellement mises en portefeuille.

Année	Montant investi (M\$)	Transactions
2005	22 874	3 209
2006	26 322	3 746
2007	30 422	4 027
2008	28 010	3 994
2009	17 782	2 868
2010-T1	4 727	681

7- Les 5 principaux Etats récipiendaires d'investissements en 2009

L'industrie du capital-investissement aux Etats-Unis se distingue par son caractère local. Elle se concentre pour l'essentiel sur les côtes Nord-Est et Sud-Ouest. Les Etats de Californie, du Massachusetts et de New York ont reçus 2/3 des montants investis en 2009. La Californie représente à elle seule 50% du total.

State	No. of Cos	No. of Deals	Amt Invested (\$Bil)
California	958	1,138	8.9
Massachusetts	250	303	2.0
New York	150	174	0.9
Texas	94	111	0.6
Washington	89	109	0.6
Total*	1,541	1,835	13.0

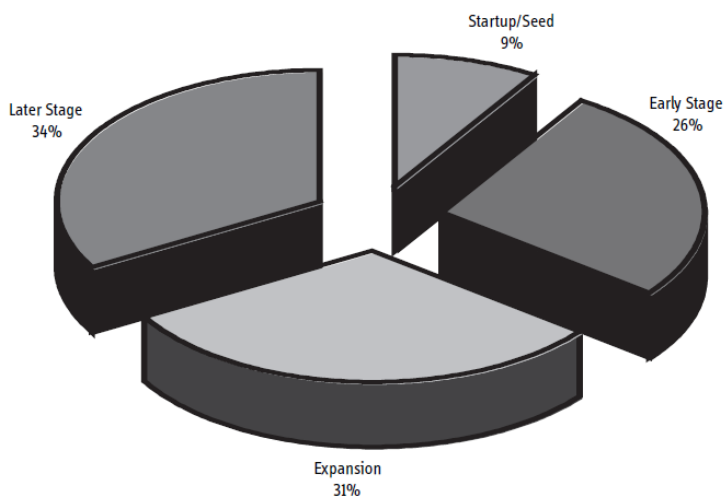
*Total includes top 5 states only

Stage	2005	2006	2007	2008	2009
Startup/Sec	908.4	1,229.0	1,425.2	1,625.2	1,596.3
Early Stage	3,932.2	4,251.7	5,740.0	5,326.6	4,671.8
Expansion	8,557.1	11,270.1	11,270.4	10,370.2	5,510.5
Later Stage	9,543.3	9,587.8	12,043.0	10,624.8	5,912.1
Total	22,941.0	26,338.5	30,478.6	27,946.8	17,690.7

8- Montants investis par segment en 2009

Sur les 17,7 milliards de dollars investis au niveau national, 9% l'ont été à l'amorçage, 26,4% à la création, 31,1% à la post-crétion et 33,4% au capital-développement.

9- Répartition des investissements par segment en 2009



10- Des performances financières variées selon les horizons d'investissements

Le retour sur investissement varie selon les durées de placement des fonds.

Les introductions en Bourse et les acquisitions par un tiers sont les deux modes de sortie d'investissement des sociétés de capital-investissement. En 2009, 12 entreprises ont été introduites en Bourse (x2 vs 2008), pour une valorisation totale de 15 milliards de dollars. 270 entreprises ont été acquises, valorisées dans leur ensemble à 14,1 milliards de dollars.

	Performance selon les horizons d'investissement				
	1 an	2 ans	5 ans	10 ans	20 ans
31/12/2005	15,6%	7,5%	-6,8%	23,7%	16,5%
31/12/2006	17,8%	9,8%	1,4%	20,5%	16,6%
31/12/2007	19,5%	9,4%	8,5%	18,3%	16,7%
31/12/2008	-16,5%	4,1%	7,1%	35,0%	22,3%
31/12/2009	3,0%	-0,3%	4,3%	-0,9%	23,4%

Q2. Le cas échéant, quels sont les dispositifs publics d'aide ou de soutien au capital-investissement ? En particulier :

a) Dispositifs non fiscaux

Trois programmes non fiscaux de soutien au capital-investissement ont été mis en place par l'Etat fédéral : les Small Business Investment Companies (1), les New Markets Venture Capital Companies (2) et le Rural Business Investment Program (3).

1) Le programme Small Business Investment Companies (SBIC), géré depuis 1958 par la Small Business Administration (SBA), a pour but d'aider les PME à lever des capitaux. Les SBIC sont des sociétés d'investissement privées, autorisées et régulées par la SBA et qui utilisent leurs capitaux et des fonds empruntés avec la garantie de la SBA pour investir dans le capital des PME ou leur accorder des prêts. Depuis l'American Recovery and Reinvestment Act of 2009, 25% des fonds investis doivent l'être dans des TPE et 50% dans des zones à faible revenu.

Fin septembre 2009, 315 SBIC étaient actifs dans 42 Etats. La plupart d'entre eux investissent à un stade particulier de développement des PME et se concentrent sur une région particulière. La nature du financement apporté par un SBIC varie et a un impact sur le type d'investissement qu'il réalise.

Sont considérés comme des PME au sens du programme SBIC les entreprises dont l'actif net est inférieur ou égal à 18 millions de dollars ou dont le résultat net moyen sur les deux dernières années n'excède pas 6 millions de dollars. Sont proscrits les investissements dans les secteurs de la finance, de l'immobilier et dans les entreprises dont moins de 51% des actifs et des salariés se trouvent aux Etats-Unis.

La SBA n'investit pas directement dans les PME mais par le biais du programme SBIC. La SBA autorise les SBIC obligataires à émettre des obligations qu'elle achète, jusqu'à hauteur de trois fois le capital levé dans le privé et avec un plafond de 113 millions de dollars. La SBA garantit alors ces obligations, les agrège et les revend sur le marché secondaire. Les obligations émises par les SBIC ont une maturité de 10 ans et des intérêts payés semi-annuellement.

Compte tenu de leur mode de financement, les SBIC obligataires investissent dans des PME sous forme de prêts ou de la dette convertible en actions. Elles visent essentiellement les PME suffisamment matures (post-crédation et capital développement) pour assurer le service de leur dette.

Entre 1994 et 2005, une variante, les SBIC par participation, a été mise en place puis supprimée en raison de son coût. La SBA investissait directement dans ces SBIC par participation sous la forme de « participating securities ». Cette participation était temporaire (10 ans) et donnait droit à une rémunération à un taux fixe déterminée lors de l'investissement, et ce uniquement si la SBIC réalisait des profits. Par ailleurs, la SBA touchait une part des bénéfices réalisés à la clôture des fonds (généralement entre 6 et 7%). Les SBIC par participation se concentraient sur des investissements en capital, bien qu'ils puissent également accorder des prêts. Elles visaient plutôt des investissements dans des PME aux premiers stades de leur développement (amorçage et création). Suite à la bulle technologique de 2002, l'Administration américaine a considéré que les formes de SBIC par participation pouvaient causer des pertes importantes à la SBA. La SBA a annoncé le 1er octobre 2004 qu'elle n'autoriserait plus la création de nouvelles SBIC par participation, mais qu'elle ne retirerait pas ses fonds investis auprès de celles existantes. Ses engagements se sont ainsi achevés en septembre 2008, pour un coût total estimé à 2,7 milliards de dollars.

La suppression des SBIC par participation a conduit à une diminution du financement SBIC aux PME en phase d'amorçage et de post-crédation. La SBA avait ainsi autorisé la création de 41 SBIC en 2002, dont plus de la moitié dédiée aux PME en phase d'amorçage et de post-crédation. En 2007, sur les 9 nouvelles SBIC créées, aucune n'était dédiée à l'investissement dans des PME aux premiers stades de leur développement.

Depuis sa création en 1958, le programme SBIC a apporté 57,2 milliards de dollars sous la forme de dette de long terme ou de capitaux à plus de 107 000 PME. Entre 1997 et 2005, les SBIC ont réalisé des investissements pour un total cumulé de 6,7 milliards de dollars. 11 nouvelles SBIC

ont été autorisées lors de l'année fiscale 2009. Les 315 SBIC disposent de 16,8 milliards de dollars de capitaux (8,6 milliards levés auprès du privé, 8,2 milliards obtenus auprès de la SBA). Ils ont investi 1,9 milliards de dollars dans 1 481 entreprises sur l'exercice 2009. 28% de ces investissements ont été accordés à des entreprises de moins de deux ans d'existence. La National Association of Small Business Investment Companies (NASBIC) estime à 42 300 le nombre d'emplois créés ou préservés en 2009 par les SBIC.

Un projet de loi en cours de discussion au Congrès (cf. 4.3) vise à réinstaurer un programme fédéral de financement direct des fonds de capital risque afin de soutenir le financement des PME en phase d'amorçage.

Les pertes relatives à des investissements dans des SBIC sont déductibles fiscalement, ce sans plafond. Les pertes réalisées sur des investissements en actions sont généralement considérées fiscalement comme des pertes en capital (« capital losses ») et donc relevant du régime fiscal des revenus du capital. Ces pertes peuvent être utilisées pour compenser les gains en capitaux du même exercice fiscal lors du calcul de la base imposable. Néanmoins les contribuables peuvent combiner des pertes en capital de court et long terme pour compenser jusqu'à 3 000\$ de revenus ordinaires par exercice fiscal. La section 1242 de l'Internal Revenue Code (IRC) dispose cependant que les particuliers investissant dans des SBIC peuvent déduire de leurs revenus ordinaires toute perte en capital afférente à ces investissements, ce sans plafond. Cette mesure vise à stimuler les investissements dans les SBIC en diminuant le coût post imposition d'une perte en capital par rapport à des pertes en capital dans d'autres types d'investissement.

Il n'y a pas d'estimation disponible des pertes en recettes fiscales induites par cette disposition.

Une catégorie particulière de SBIC, les Specialized Small Business Investment Companies (SSBIC), est dédiée aux PME dirigées par des personnes économiquement ou socialement défavorisées, et localisées dans des régions à faible revenu.

Les gains en capital réinvestis dans des SSBIC peuvent faire l'objet d'un report fiscal. Les gains ou pertes en capital réalisées lors de la vente ou de l'échange d'actions sont normalement fiscalement reconnus lors de l'exercice fiscal de leur réalisation. La section 1044 de l'IRC dispose cependant que les particuliers et les entreprises peuvent reporter, sans taxation, les gains en capital réalisés sur la vente d'entreprises cotées, sous les conditions suivantes : ces gains doivent être utilisés pour l'achat d'actions de SSBIC, ce au plus tard 60 jours après la vente. Si les gains en capitaux issus de la vente sont supérieurs au prix d'achat des actions, le solde est reconnu comme des revenus du capital et taxés en accord.

Le montant maximal qu'un particulier peut reporter sur un exercice fiscal est la plus petite des deux options suivantes : 50 000 dollars ou 500 000 dollars minorés des reports antérieurs. Le montant maximal qu'une entreprise peut reporter sur un exercice fiscal est la plus petite des deux options suivantes : 250 000 dollars ou un million de dollars minorés des reports antérieurs.

Il n'y a pas d'estimation disponible des pertes en recettes fiscales induites par cette disposition.

2) Le programme New Markets Venture Capital Companies (NMVCC), créé en 2001, a pour objectif de promouvoir le développement économique et la création d'emplois dans des zones géographiques à faible revenu. Le programme a été doté à hauteur de 180 millions de dollars pour cinq ans. Il est inspiré des SSBIC.

Les NMVCC sont des sociétés d'investissement privées, autorisées et régulées par la SBA et qui utilisent leurs capitaux et des fonds empruntés avec une garantie de la SBA pour apporter une aide opérationnelle et investir dans le capital de TPE localisées dans des zones rurales ou urbaines à faible revenu. Elles fonctionnent comme des sociétés d'investissement classiques. La SBA accorde sa garantie à hauteur de 1,5 fois les fonds levés dans le privé par le NMVCC. Ainsi si ce dernier lève 1 million de dollars, la SBA apportera sa garantie à 1,5 millions de dollars d'obligations.

Sont considérés comme des TPE au sens du programme NMVCC les entreprises dont l'actif net est inférieur ou égal à 6 millions de dollars ou dont le résultat net moyen sur les deux dernières années n'excède pas 2 millions de dollars. Les zones géographiques à faible revenu sont définies comme les zones dont le taux de pauvreté est supérieur ou égal à 20%, ou comme les zones métropolitaines sans lesquelles au moins 50% de la population a un revenu inférieur à 60% du revenu médian de la zone.

Les NMVCC doivent réaliser au moins 80% de leurs investissements dans le capital de TPE localisées dans les zones géographiques à faible revenu.

Il existe actuellement 6 NMVCC actives aux Etats-Unis. Aucune candidature pour la formation de nouvelles NMVCC n'a été acceptée depuis 2003, date à laquelle les fonds alloués au programme ont été supprimés. Depuis l'American Recovery and Reinvestment Act of 2009, les SBIC assurent la mission des NMVCC en réalisant 50% de leurs investissements dans des zones à faible revenu telles que définies au sens du programme NMVCC.

3) Le programme Rural Business Investment Program (RBIP), géré en association par le Department of Agriculture et la SBA, vise le développement économique et la création d'emplois dans les zones rurales. Son fonctionnement est similaire à ceux des programmes SBIC et NMVCC. Les Rural Business Investment Companies (RBIC) doivent identifier lors de leur candidature auprès de la SBA les zones rurales qu'elles visent et démontrer en quoi leurs investissements en capital et leur assistance opérationnelle auront un impact positif.

75% des investissements des RBIC doivent être réalisés dans des entreprises situées en zones rurales (i.e. des zones non métropolitaines ou dont la population est inférieure à 50 000). De plus, pas plus de 10% des investissements ne peuvent avoir lieu dans des entreprises dont le siège est situé dans une zone urbaine (plus de 150 000 habitants). Enfin, 50% des investissements doivent concerner des TPE. À ce jour, une seule société d'investissement a été autorisée par la SBA pour opérer comme une RBIC. Cette société gère 36,4 millions de dollars de capitaux. Aucune candidature pour la formation de nouvelles RBIC n'a été acceptée depuis 2004.

b) Dispositifs fiscaux

1) Dispositifs fiscaux au niveau fédéral

Deux dispositifs fiscaux sont déployés au niveau fédéral. Les **Carried interest** sont une forme de rémunération des managers de fonds taxée de façon privilégiée (1). Le **New Markets Tax Credit** stimule les investissements dans les zones à faible revenu (2).

1) Carried Interest. Les managers de la plupart des hedge funds et des fonds de private equity sont rémunérés de deux manières. La première rémunération correspond aux frais de gestion calculés comme un pourcentage annuel du total des actifs du fonds (généralement de 1 à 2%). La deuxième catégorie correspond à un pourcentage des bénéfices réalisés par le fonds (généralement de 15 à 25%, selon le degré d'accomplissement de la performance). Cette dernière catégorie s'intitule « carried interest » aux Etats-Unis. Elle relève du régime d'imposition des revenus du capital (« capital gains »). Historiquement, les plus-values de long terme ont toujours été moins taxées que les revenus ordinaires (« ordinary income ») aux Etats-Unis. Les carried interests sont ainsi taxés à hauteur de 15%, quand les revenus ordinaires le sont à hauteur de 35%. Par ailleurs, les managers sont parfois eux-mêmes investisseurs du fonds et perçoivent les bénéfices éventuels du fonds à sa clôture, à hauteur de leur participation.

Ce taux préférentiel incite les managers de fonds à réaliser et dépasser leurs objectifs. Sans être un dispositif fiscal dédié au niveau fédéral, il profite pleinement à l'industrie du capital-investissement.

2) Le New Markets Tax Credit (NMTC) a été mis en place avec le Community Renewal Tax Relief Act of 2000. Ce programme vise à stimuler les investissements dans les zones à faible revenu (Low

Income Communities ou LIC). **Sans critères relatifs à la taille des entreprises récipiendaires, il ne vise donc pas directement l'industrie du capital-investissement.**

Doté de 26 milliards de dollars, il a été prévu pour s'achever en 2009. Le Congrès débat actuellement d'une extension ou d'une modification du programme.

Les sociétés d'investissement éligibles (les Community Development Equities ou CDE) doivent présenter leur candidature au Department of the Treasury's Community Development Financial Institutions Fund (CDFI) pour bénéficier du NMTC. Les investisseurs privés investissent dans le CDE, qui a son tour investit dans des entreprises éligibles situées dans des zones à faible revenu. Une fois le crédit d'impôt obtenu, le CDE est autorisé à le redistribuer à ses investisseurs.

La valeur du crédit d'impôt est égale à 39% du coût de l'investissement dans le CDE. Il est utilisable sur sept ans : les investisseurs reçoivent les trois premières années un crédit annuel égal à 5% de l'investissement. Ce taux passe à 6% sur les quatre dernières années. Les investisseurs doivent conserver leurs intérêts dans le CDE tout au long des sept ans.

Un CDE est autorisé à opérer par le CDFI s'il a pour mission principale d'investir dans des communautés à faible revenu et de rendre des comptes à leurs représentants. Ce critère est rempli dès lors qu'au moins 20% des sièges du conseil de surveillance ou du comité directeur du CDE sont attribués à des représentants des communautés à faible revenu.

Sont définies comme des communautés à faible revenu celles respectant un des critères suivants : un taux de pauvreté d'au moins 20% ; une localisation dans une zone métropolitaine où le revenu médian d'une famille est inférieur à 80% du revenu médian familial de l'Etat ou de la zone métropolitaine ; ou une localisation dans une zone non métropolitaine où le revenu médian d'une famille est inférieur à 80% du revenu médian familial de l'Etat. Environ 36% de la population américaine se trouve ainsi dans des communautés éligibles.

Tous les investisseurs imposables sont éligibles au bénéfice du crédit.

La quasi-totalité des investissements dans des zones à faible revenu ou au bénéfice de populations de zones à faible revenu sont éligible au crédit. Ces investissements peuvent prendre quatre formes : des prêts ou des investissements au capital d'entreprises situées en zones à faible revenu ; des prestations de conseils financiers ; des prêts ou des investissements au capital d'autres CDE ; l'achat de titres de prêts émis par d'autres CDE.

Une fois un CDE autorisé à opérer (obtention de l'autorité pour redistribuer de futurs crédits d'impôts), il commence à lever des capitaux auprès des investisseurs. Les investisseurs peuvent bénéficier du crédit d'impôt à hauteur de leur investissement dans le CDE.

De 2000 à 2009, le CDFI a conféré aux CDE l'autorité pour proposer jusqu'à 26 milliards de dollars de prise de participation des investisseurs dans les CDE, les investisseurs se voyant accorder le crédit d'impôt de 39% à hauteur de leur investissement dans les CDE. Sur la période, les investisseurs ont confié 16,2 milliards de dollars aux CDE, soit un taux d'allocation de 62,3%.

II) Dispositifs fiscaux au niveau des Etats

Ces mécanismes de soutien fiscal peuvent prendre plusieurs formes. La première consiste à accorder des crédits d'impôts aux individus et sociétés investissant directement dans des PME en phase d'amorçage (« **tax credits for seed capital investment** » ou « **angel tax credit** ») (1). La deuxième revient à accorder des crédits d'impôts aux individus et sociétés investissant indirectement dans des PME par le biais de fonds d'investissements (« **tax credits for private investment** ») (2). La troisième accorde un crédit d'impôt de 100% à des compagnies d'assurance investissant dans des Certified Capital Companies (CAPCOs), ces dernières investissant dans des PME. Ainsi, une compagnie d'assurance recevra un dollar de crédit d'impôt pour chaque dollar qu'elle versera à un CAPCO (3).

1) Des programmes du type Angel tax credit ont été mis en place par 18 Etats. Ces crédits d'impôts visent à diminuer le coût après imposition des investissements pour les « business angels ». La plupart de ces programmes visent les personnes physiques, ces dernières représentant la grande majorité des « business angels ».

Ces crédits d'impôt sont essentiellement liés à des investissements visant à prendre une part du capital des PME. Cependant certains Etats comme le Maine ou le Missouri ont étendu leurs programmes à des obligations non garanties, dans la mesure où l'investissement est considéré comme à risque pendant au moins cinq ans. La majorité des programmes autorisent les investisseurs à vendre leurs titres à une tierce partie, cette dernière n'est cependant pas éligible au crédit d'impôt.

Tous ces Etats offrent un crédit d'impôt calculé selon le montant de l'investissement, bien que le montant et les conditions puissent varier. Les taux oscillent généralement entre 20 et 40%. Certains Etats tels le Maine ou le Missouri offrent des crédits plus importants pour des investissements dans des PME situées dans des zones économiquement sinistrées. Certains programmes retardent l'octroi du crédit (Iowa) ou l'étalent sur une période donnée (la Louisiane a introduit en 2005 un crédit d'impôt de 50% dont le paiement est étalé sur cinq ans). Les crédits d'impôt sont généralement non remboursables, bien que certains Etats autorisent la cession de tels crédits. Tous les programmes permettent le report du crédit non utilisé, bien que les durées autorisées de report varient. La plupart des Etats imposent un plafond au crédit reçu par une même personne physique, sous la forme d'un montant maximal annuel ou d'un montant maximal par PME. La plupart des programmes imposent également un montant maximal au total des crédits éligibles aux investisseurs d'une PME.

Certains Etats fixent des limites quant à l'utilisation du capital levé par la PME, excluant ainsi une utilisation pour payer des dividendes, racheter des actions ou repayer des prêts.

L'Etat du Wisconsin a adopté un tel programme en 2003 et l'a mis en place en 2004. Les investisseurs individuels ou en association (« angel investors and angel networks ») qui investissent dans le capital de PME éligibles peuvent obtenir un crédit d'impôt sur le revenu équivalant à 25% du montant de l'investissement. Généralement il s'agit de deux crédits de 12,5% sur deux ans. L'investisseur ne peut avoir plus de 20% du capital de la PME avant la demande de crédit, ni être un proche d'une personne possédant plus de 20% du capital. L'investisseur doit enfin être un contribuable du Wisconsin. Ce crédit peut être reporté jusqu'à 15 ans si l'imposition de l'investisseur n'est pas assez importante pour utiliser l'intégralité du crédit.

Sont désignées comme éligibles par le Wisconsin Department of Commerce les PME en phase d'amorçage ayant des activités de R&D afin de développer et commercialiser un produit à fort potentiel commercial. Ces PME doivent opérer dans le Wisconsin, avoir au plus dix ans d'existence, employer moins de 100 personnes et avoir levé auparavant moins de dix millions de dollars de capitaux dans le privé.

30 millions de dollars sur dix ans avaient été budgétés en 2004 pour le programme d'angel tax credit, ce qui correspondait à un effort d'investissement de 120 millions de dollars (30 millions = 25% de 120 millions). Un maximum de trois millions de dollars de crédit d'impôt à distribuer annuellement avait été fixé. Ce maximum est passé à 5,5 millions de dollars en 2008 et sera de 18 millions de dollars à partir de 2011.

Chaque PME ne peut recevoir au total plus d'un million de dollars « d'angel investors » ou « d'angel networks » éligibles au crédit d'impôt. Chaque « angel investor » ou « angel network » ne peut investir plus de 500 000 dollars éligibles au crédit d'impôt dans une PME. Un investissement dans plusieurs PME est également éligible.

2) Des programmes de type Tax credit for private investment ont été adoptés par une vingtaine d'Etats. Ces programmes ciblent une plus grande variété d'investisseurs que les programmes « angel tax credit ». La plupart sont limités aux personnes physiques et morales imposables dans l'Etat de résidence ou d'immatriculation du siège social. Cependant certains Etats comme le Kansas ou le Missouri proposent des crédits d'impôts visant plus spécifiquement les investisseurs non imposables (comme les fonds de pension ou les fonds des universités) ou non résidents de l'Etat.

Tous ces Etats offrent un crédit d'impôt (impôt sur le revenu, impôt sur les sociétés ou certains impôts locaux), bien que le montant et les conditions puissent varier. Les taux oscillent généralement entre 20 et 50%. La Virginie occidentale a mis en place un programme dont le crédit d'impôt ne peut être supérieur à 50%, ce qui lui laisse de la marge pour adapter le crédit d'impôt au cas par cas. Certains Etats requièrent que le crédit soit étalé sur un nombre défini d'années. D'autres retardent l'octroi du crédit jusqu'à une certaine période ou jusqu'à la réalisation de l'investissement par le fonds. Cette dernière option est nécessaire lorsque le programme permet des investissements dans des fonds hors de l'Etat ou des investissements par des fonds locaux dans des PME situés en dehors de l'Etat.

L'Etat du Wisconsin a mis en place un tel programme en 2004. Les individus ou sociétés investissant dans des fonds qui investissent dans le capital de PME désignées comme éligibles peuvent obtenir un crédit d'impôt sur le revenu ou d'impôt sur les sociétés équivalant à 25% du montant de l'investissement. Les critères d'éligibilité sont identiques à ceux de l'Angel Tax Credit program.

35 millions de dollars sur dix ans avaient été budgétés en 2004 pour le programme d'angel tax credit, ce qui correspondait à un effort d'investissement de 140 millions de dollars (35 millions = 25% de 140 millions). Un maximum de 3,5 millions de dollars de crédit d'impôt à distribuer annuellement avait été fixé. Ce maximum est passé à 6 millions de dollars en 2008 et sera de 18,5 millions de dollars à partir de 2011.

3) Les programmes Certified Capital Company (CAPCO) ont été mis en place dans neuf Etats. Ils permettent aux compagnies d'assurance de bénéficier d'un crédit d'impôt de 100% lorsqu'elles investissent dans des Certified Capital Companies. Ces dernières investissent alors dans des PME en phase d'amorçage.

Les compagnies d'assurance reçoivent des obligations garanties des CAPCO en échange de leurs investissements. Ces obligations offrent généralement une rémunération attrayante (de 200 à 300 points de base au-dessus du rendement des bonds du Trésor des Etats). Les termes de l'obligation stipulent qu'elle doit être remboursée avec les intérêts par les CAPCO. Les CAPCO mettent de côté une partie des fonds reçus par les compagnies d'assurance et les placent dans des bons fédéraux du Trésor ou dans d'autres obligations garanties pour assurer les premiers versements de cash aux compagnies d'assurance. Le reste des fonds reçus est investi dans le capital des PME éligibles.

L'Etat d'Alabama a mis en place un tel programme en 2004. Les compagnies d'assurance peuvent demander, à partir de la deuxième année de leurs investissements, un crédit d'impôt égal au montant de leurs investissements sur une période de huit ans. Le taux est donc de 12,5% sur huit ans.

L'Etat du Wisconsin a instauré un programme CAPCO dès 1998, doté d'un budget de 50 millions de dollars. Trois Certified Capital Companies ont été agréées par l'Etat.

Q3. Existe-t-il des études sur l'efficacité socio-économique de ces dispositifs publics ?

I) Dispositifs à l'échelon fédéral

Small Business Investment Company Program. A la demande de la Small Business Administration, un rapport d'évaluation réalisé par un organisme privé indépendant, The Urban Institute, a été rendu en janvier 2008. Rappelant que le programme des SBIC obligataires a pour objectif de pallier aux défauts structurels des décisions d'investissement des fonds de capital risque et de capital développement, le rapport conclut que les investissements réalisés par les SBIC sont très différents de ceux des fonds : les montants sont moins élevés et les investissements moins concentrés vers les secteurs technologiques, et moins concentrés géographiquement. En ce sens, le programme semble remplir son objectif de favoriser l'investissement dans des PME mal servies par les fonds de capital risque.

Cf. http://www.urban.org/UploadedPDF/411601_sbic_gap_analysis.pdf

New Markets Tax Credit. Un rapport de l'US Government Accountability Office de janvier 2010, [New Markets Tax Credit](#), donne quelques éléments d'évaluation du mécanisme.

Le programme New Markets Tax Credit peut indirectement profiter à l'industrie du capital-investissement lorsque les investissements concernent des PME innovantes en phase d'amorçage ou d'expansion se trouvant dans des zones à faible revenu. Cependant elles ne sont pas les cibles principales du dispositif. Ce dernier bénéficie essentiellement à l'immobilier commercial (65% des investissements), ce secteur d'activité étant propice au cumul du NMTC avec d'autres programmes de crédits d'impôt.

Le programme semble augmenter les investissements dans les communautés à faible revenu, soutenant ainsi différents types d'entreprises et de projets. Les bénéfices socio-économiques retirés du programme varient considérablement selon ces types d'entreprises et de projets soutenus, rendant difficilement quantifiable l'efficacité du mécanisme. L'étendue géographique des zones éligibles (39% du pays) et l'ampleur de la population éligible (36% des habitants) rendent impossible une évaluation des bénéfices socio-économiques qu'auraient apporté les entreprises et les projets bénéficiaires du crédit en l'absence du programme.

Le CDFI travaille actuellement avec un cabinet de conseil sur une évaluation complète du programme, qui sera rendue publique en septembre 2011.

II) Dispositifs fiscaux à l'échelon des Etats

Les programmes **Angel et Tax credit for private investment** ont été évalués dans le Wisconsin (1). Les programmes **CAPCO** de l'Alabama et du Wisconsin ont également été l'objet d'une évaluation (2),

1) Rapport d'évaluation des programmes Angel et Tax Credit for private investment dans le Wisconsin. Du fait de la diversité des programmes de soutien fiscal au capital-investissement dans les différents Etats, aucune étude synthétique n'a été réalisée.

Dans le cadre d'une réflexion sur l'intérêt de mettre en place des programmes d'incitation fiscale au capital-investissement, l'Etat du Minnesota a évalué en février 2010 [l'impact des programmes de son voisin du Wisconsin](#).

De 1999 à 2004, 156 millions de dollars ont été investis dans des PME en phase d'amorçage (10%) et de création (90%), principales cibles respectives des programmes Angel et Tax credit for private investment, mis en place en 2004. De 2005 à 2009, 112 millions de dollars ont été investis dans des PME en phase d'amorçage (13%) et de création (87%), soit une baisse de 28,2%. Cette baisse est à relativiser du fait de l'inclusion des années 1999 et 2000, pics de la bulle technologique. En excluant l'année 2000 de la comparaison, les montants investis sont plus importants après l'introduction des

deux programmes. Ainsi, les montants investis dans les PME en phase d'amorçage ont augmenté de 23%.

Le coût cumulé des deux programmes sur la période 2005-2009 a été de 44 millions de dollars.

2) Rapports d'évaluation des programmes CAPCO dans l'Alabama et le Wisconsin. Un programme CAPCO a été mis en place en 2004 dans l'Alabama.

- Un [rapport d'évaluation](#) a été réalisé par l'Alabama Coalition for Capital en février 2007.

Entre 2004 et 2006, 37,2 millions de dollars ont été investis par les CAPCO dans près de 1 200 PME éligibles. Le rapport estime à 3 284 le nombre d'emplois directs et indirects créés et 107,2 millions de dollars les revenus versés aux ménages du fait de ces emplois. Ces investissements ont généré 9,1 millions de dollars de recettes fiscales, dont 6 millions pour l'Etat.

Des crédits d'impôt à hauteur de 12, 5 millions de dollars ont été accordés en 2006. Le coût fiscal net pour l'Etat (recettes fiscales locales et de l'Etat cumulées moins les crédits d'impôt accordés) a été de 3,3 millions de dollars.

- Un [rapport d'évaluation](#) du programme CAPCO mis en place dans le Wisconsin a été réalisé en juillet 2010 par la National Coalition for Capital.

Deux des trois CAPCO ont investi 34 millions de dollars dans 23 PME entre 2000 et 2008. Ces PME ont par ailleurs levé 485 millions de dollars par d'autres sources de financement.

Les nouveaux emplois directs créés entre 2000 et 2008 se chiffrent à 898, soit une masse salariale totale de 61 millions sur la période.

Ces investissements ont généré 6,9 millions de dollars de recettes fiscales en 2009.

Q4. Les dispositifs publics de soutien au capital-risque et au capital-développement ont-ils récemment évolué, ou est-il question de les faire évoluer ?

Le programme de **New Markets Tax Credit** (1) ainsi que les **Carried Interests** (2) ont fait l'objet de débat concernant leurs possibles évolutions.

Un projet de loi, le **Small Business Early-Stage Investment Act** (3), vise à créer un nouveau programme afin d'encourager l'investissement dans le capital de PME en phase d'amorçage.

1) New Markets Tax Credit. Le Secrétaire au Trésor Geithner a affirmé en février 2010 le soutien de l'Administration Obama au programme NMTC et proposé que cinq milliards de dollars soit attribués au dispositif en 2010 et 2011. Cette proposition est en discussion au Congrès.

2) Carried Interests. Dans un souci de réduire le déficit budgétaire fédéral, une proposition de loi soutenue par la majorité démocrate avait été déposée en 2010 visant à qualifier les carried interests de revenus ordinaires, et donc de les taxer aux taux correspondants (jusqu'à 35%). Un amendement adopté proposait de qualifier seulement une partie des carried interests de revenus ordinaires. Fin juin 2010, le blocage républicain a cependant empêché toute adoption définitive du projet de loi. La National Venture Capital Association, association de référence de l'industrie du capital-investissement, a pris position contre ce projet de loi qui aurait un effet adverse sur la rémunération et la motivation des managers de fonds.

3) Le Small Business Early-Stage Investment Act, HR 5297, adopté le 10 juin 2010 par la Chambre des Représentants et dans l'attente d'un vote du Sénat, confit à la SBA la mise en place d'un programme de soutien à l'investissement dans le capital de PME en phase d'amorçage. Le programme disposerait d'un budget d'un milliard de dollars pour investir dans des fonds de capital risque, jusqu'à hauteur d'une fois le capital levé dans le privé et avec un plafond de 100 millions de dollars par fonds.

Le montant investi par l'Etat fédéral dans chaque fonds est rémunéré de manière identique aux montants investis par les investisseurs privés et sa rémunération est ainsi soumise à l'aléa.

Sont éligibles au sens du programme SBESI les fonds investissant dans des PME dont le chiffre d'affaires annuel ne dépasse pas 15 millions sur les trois années précédentes. Par ailleurs au moins 50% de ces investissements doivent être réalisés dans des PME technologiques en phase d'amorçage dans les secteurs d'activités suivants : technologies de l'agriculture, des énergies classiques et renouvelables, des sciences de la vie, de l'environnement, de l'information et de la défense. Ce programme a reçu le soutien de la National Venture Capital Association, l'association professionnelle représentant les fonds de capital risque à Washington, ainsi que de BIO, l'association professionnelle des entreprises de biotechnologie.

Q5. Hormis le soutien au capital-investissement, existe-t-il d'autres outils d'aide à l'augmentation des fonds propres des entreprises innovantes et des PME (notamment des PME régionales) ?

Trois dispositifs fiscaux visent à encourager les investissements de particuliers dans le capital de PME éligibles : la **déduction fiscale partielle sur les plus-values de long terme relatives au capital de PME éligibles** (1), la **déduction fiscale illimitée des pertes relatives à des investissements dans des SBIC** (2) et la **qualification sous le régime des revenus ordinaires des pertes afférentes à des ventes d'actions de PME éligibles** (3). Ces dispositifs amplifient le retour sur investissement ou réduisent les pertes. Ces dispositifs ne sont pas applicables aux personnes physiques investissant dans de plus grandes entreprises.

Un dispositif non fiscal, le **Small Business Innovation Research Program**, subventionne les projets de recherche des PME innovantes (4).

1) Déduction fiscale partielle sur les plus-values de long terme relatives au capital de PME éligibles. Les plus-values réalisées à court terme (détention d'actifs inférieure à douze mois) sont considérées et donc taxées comme des revenus ordinaires (« ordinary income »). A l'inverse, les plus-values réalisées à long terme (détention d'actifs supérieure à douze mois) sont considérées et taxées selon le régime des revenus du capital, à des taux inférieurs à ceux s'appliquant aux revenus ordinaires. Ces taux sont de 15% pour les contribuables sujets à un taux d'imposition marginale sur le revenu égal ou supérieur à 25%, et de 0% pour les contribuables se trouvant dans la tranche d'imposition sur le revenu comprise entre 10 et 15%.

Les particuliers ainsi que les partnerships, les LLCs et les S corporations sont autorisés à déduire de leur base 50% des plus-values réalisées sur des actions de PME éligibles qui ont été détenues pendant cinq ans. La déduction s'élève à 60% pour les PME éligibles se trouvant dans des « empowerment zones » i.e. des zones urbaines et rurales économiquement défavorisées. L'American Recovery and Reinvestment Act of 2009 a fixé à 75% la déduction pour les actions achetées entre le 18 février 2009 et le 31 décembre 2010 et conservés cinq ans. Ce mécanisme a pour but d'aider les PME à mobiliser des capitaux de long terme. Il récompense les investisseurs qui malgré l'incertitude des projets de start-up confient leur argent à ces PME.

Une limite à la déduction des plus-values de long terme réalisées sur le capital d'une seule PME a été fixée. Un investisseur peut réclamer cette déduction sur des plus-values s'élevant jusqu'à 10 millions de dollars, minorées des déductions réalisées les années passées. Les plus-values de long terme réalisées sur le capital de PME éligibles sont taxées à 28%, soit un taux effectif de 14% (0,5x0,28), plus intéressant que le taux de 15% s'appliquant de façon générale aux revenus du capital.

Sont éligibles les actions répondant aux critères suivants : actions issues après le 10 août 1993 et acquises par le contribuable lors de l'émission originelle ; les actifs de la PME ne doivent pas être supérieurs à 80 millions de dollars avant et juste après l'émission des actions ; 80% des actifs doivent être alloués à des activités de start-up, de R&D et de fonds de roulement. Les PME des secteurs de la

santé, du juridique, de l'ingénierie, de l'architecture, de l'agriculture, de l'assurance, de la finance et de l'extraction minière ne sont pas éligibles.

Le manque à gagner pour 2010 en termes de recettes fiscales dû à ce mécanisme de déduction a été estimé à 0,5 milliards de dollars.

La Chambre a adopté le 15 juin 2010 le projet de loi Small Business Jobs Tax Relief Act of 2010 qui amende l'Internal Revenue Code avec plusieurs dispositions de soutien au financement des PME. Ce projet vise l'exonération d'impôt pour la totalité (contre 75% depuis le plan de relance, et 50% auparavant) des plus-values réalisées par une personne physique lors de la vente ou de l'échange d'actions de PME, pour les actions acquises entre le 15 mars 2010 et le 1er janvier 2012. Les PME ciblées sont celles détenant des actifs inférieurs à 50 millions de dollars. Cette mesure devrait coûter 2 milliards de dollars sur les 10 prochaines années.

2) Déduction fiscale illimitée des pertes relatives à des investissements dans des SBIC. Les pertes réalisées sur des investissements en actions sont généralement considérées fiscalement comme des pertes en capital (« capital losses ») et donc relevant du régime fiscal des revenus du capital. Ces pertes peuvent être utilisées pour compenser les gains en capitaux du même exercice fiscal lors du calcul de la base imposable. Néanmoins les contribuables peuvent combiner des pertes en capital de court et long termes pour compenser jusqu'à 3 000\$ de revenus ordinaires par exercice fiscal.

La section 1242 de l'Internal Revenue Code (IRC) dispose cependant que les particuliers investissant dans des Small Business Investment Companies (SBIC) peuvent déduire de leurs revenus ordinaires toute perte en capital afférente à ces investissements, ce sans plafond. Cette mesure vise à stimuler les investissements dans les SBIC en diminuant le coût post imposition d'une perte en capital par rapport à des pertes en capital dans d'autres types d'investissement.

Il n'y a pas d'estimation disponible des pertes en recettes fiscales induites par cette disposition.

3) Qualification sous le régime des revenus ordinaires des pertes afférentes à des ventes d'actions de PME éligibles. La section 1244 de l'IRC dispose que les contribuables peuvent déduire les pertes liées à la vente ou à l'échange d'actions de PME éligibles comme des pertes en revenus ordinaires. Fiscalement, les entreprises incluent ces pertes dans le calcul du résultat opérationnel.

Les actions doivent remplir quatre critères pour être éligibles. Tout d'abord, les actions doivent avoir été émises par une entreprise américaine après le 6 novembre 1978. Ensuite, elles doivent avoir été acquises en échange de liquidités et non pas en échange d'autres actions ou titres financiers. La PME doit également être éligible, i.e. avoir un montant en liquidités reçu lors de l'émission des actions inférieur à un million de dollars. Enfin, la PME ne peut tirer plus de 50% de ses activités de licences, royalties, dividendes, intérêts et transactions de titres et produits financiers.

Le montant maximal pouvant être déduit sur un exercice est fixé à 50 000 dollars (100 000 dollars pour un couple remplissant une déclaration commune).

Selon l'Office of Management and Budget, cette disposition conduira à un manque à gagner pour 2010 en termes de recettes fiscales de 60 millions de dollars.

4) Le Small Business Innovation Research Program (SBIR) a été initié en 1982 par la National Science Foundation (NSF). L'objectif du programme est de subventionner les PME qui tentent d'investir dans des projets jugés prometteurs en termes de potentiel de commercialisation. Sur les 3 milliards de dollars affectés chaque année par le gouvernement fédéral aux programmes de soutien à l'innovation, 2,5 milliards sont alloués au SBIR. Ce programme est mis en œuvre par les agences et départements fédéraux, qui disposent d'un budget externe de R&D de plus de 100 millions de dollars par an. 2,5% de leur budget doit être consacré au SBIR. En 25 ans, environ 19 milliards de dollars ont été alloués à près de 89 000 projets, et un quart en moyenne a débouché sur la commercialisation. En 2009, le gouvernement fédéral dépensera environ 2.2 milliards de dollars dans le SBIR et le STTR. En

raison de la raréfaction des financements provenant des sociétés de capital-risque, le SBIR est le principal programme appartenant au système national d'innovation qui ne soit pas soumis à des évolutions cycliques. Depuis 1982, le taux de réussite des entreprises candidates évolue entre 20% (2006) et 31% (1986).

Le SBIR est accompagné d'une variante de son programme visant à soutenir davantage la coopération entre les PME et la recherche publique : le Small Business Technology Transfer (STTR). Il concerne les agences fédérales disposant d'un budget externe de R&D de plus d'un milliard de dollars, soit cinq agences, (le Dept. Of Defense, le National Institute for Health, la NASA, le Dept. Of Energy et la NSF). 0,3% de ce budget externe annuel est réservé au STTR.

La SBA fixe les critères d'éligibilité actuels au SBIR. Pour recevoir l'aide du SBIR, les petites et moyennes entreprises doivent remplir les critères suivants : l'entreprise doit être américaine et doit être dirigée de manière indépendante ; l'entreprise doit être à but lucratif ; la majorité des chercheurs doivent être employés par l'entreprise ; et l'entreprise ne doit pas employer plus de 500 personnes. **Les PME majoritairement contrôlées par les sociétés de capital-investissement ne peuvent recevoir de fonds du programme SBIR. De plus, les subventions publiques ne sont pas considérées comme des capitaux propres mais comptabilisées comme des produits.**

Après présentation des dossiers de candidatures (entre 3.000 et 5.400 par an), les agences répartissent les subventions du SBIR, selon les compétences et le mérite, le degré d'implication de l'entreprise dans l'innovation et la taille du marché potentiel en question. Les petites entreprises qui reçoivent les subventions entament ensuite une procédure constituée de trois phases. La phase I est la phase de démarrage. Les allocations peuvent aller jusqu'à 100 000 dollars pour environ 6 mois, pour soutenir l'examen des compétences techniques et la faisabilité du projet. Durant la phase II, le travail de recherche est exécuté et le concepteur évalue la commercialisation potentielle. Les allocations peuvent atteindre 750 000 dollars pour deux ans. Lors de la phase III, l'invention se transforme en innovation. Les fonds du SBIR ne soutiennent pas cette phase. Les petites entreprises doivent trouver des financements privés ou d'autres financements fédéraux.

Le 13 Juillet 2009, le Sénat a voté le renouvellement du SBIR et du STTR. La Chambre des Représentants a ratifié sa version du projet de loi le 15 Juillet 2009, les deux versions sont différentes. Ces deux textes prévoient des modifications à propos du montant des allocations allouées durant les trois phases et du critère d'éligibilité portant sur la composition capital des entreprises.

Q6. Quels sont les interlocuteurs idoines que la mission devrait rencontrer en cas de déplacement ?

Les interlocuteurs pertinents se trouvent tant au **niveau fédéral** (1) qu'au **niveau des Etats** (2) **ou des associations professionnelles du capital-investissement** (3).

1) Au niveau fédéral :

La [Small Business Administration](#) gère les programmes SBIC, NMVCC et RBIP, ainsi que le SBIR.
Le [Department of Treasury](#) coordonne le programme NMTC.
L'[Internal Revenue Service](#) est l'administration fiscale de référence.

2) Au niveau des Etats :

Le [Wisconsin Department of Financial Institutions](#) pilote les mécanismes d'incitation fiscale de l'Etat.
L'[Alabama Development Office](#) assure le suivi du programme CAPCO en place.

3) Au niveau des fonds :

La [National Venture Capital Association](#) est l'association de référence de l'industrie du capital-investissement.

La [National Coalition for Capital](#) est un lobby en faveur de l'accès au capital des PME.

La [National Association of Small Business Investment Companies](#) est l'association professionnelle des SBIC.

ITALIE

En Italie, le capital investissement est peu développé. Les entreprises connaissent peu les instruments et ont le plus généralement recours à l'autofinancement ou aux prêts bancaires pour réaliser des investissements.

Q1. Comment évoluent les marchés du capital-risque et du capital-développement depuis 2005 ?

L'ensemble des données statistiques provient de l'Association italienne du Private Equity et du Venture Capital (AIFI).

En 2009, le marché italien du private equity et du venture capital a été caractérisé par un ralentissement de l'activité.

En particulier :

- *Principales caractéristiques des fonds (durée de vie, durée des investissements, taille moyenne des fonds, ticket moyen des investissements...)*

En 2009, le portefeuille total des opérateurs contrôlés en Italie était composé de 1 226 investissements actifs, distribués à 1 062 entreprises, pour une contrevaieur des participations détenues évaluées en coût d'achat à 19,5 Md€. 93 % des investissements concernent des entreprises situées en Italie et 67 % des opérations ont été réalisées par des opérateurs privés.

L'AIFI n'a pas de donnée concernant la durée de vie des fonds. A fin 2009, la durée moyenne des investissements était de 4 ans et 7 mois et le montant moyen investi de 9,2 M€. Les fonds d'investissement ont une taille moyenne de 110,5 M€.

Graphique 1 : Evolution de l'activité d'investissement en Italie entre 2005 et 2009

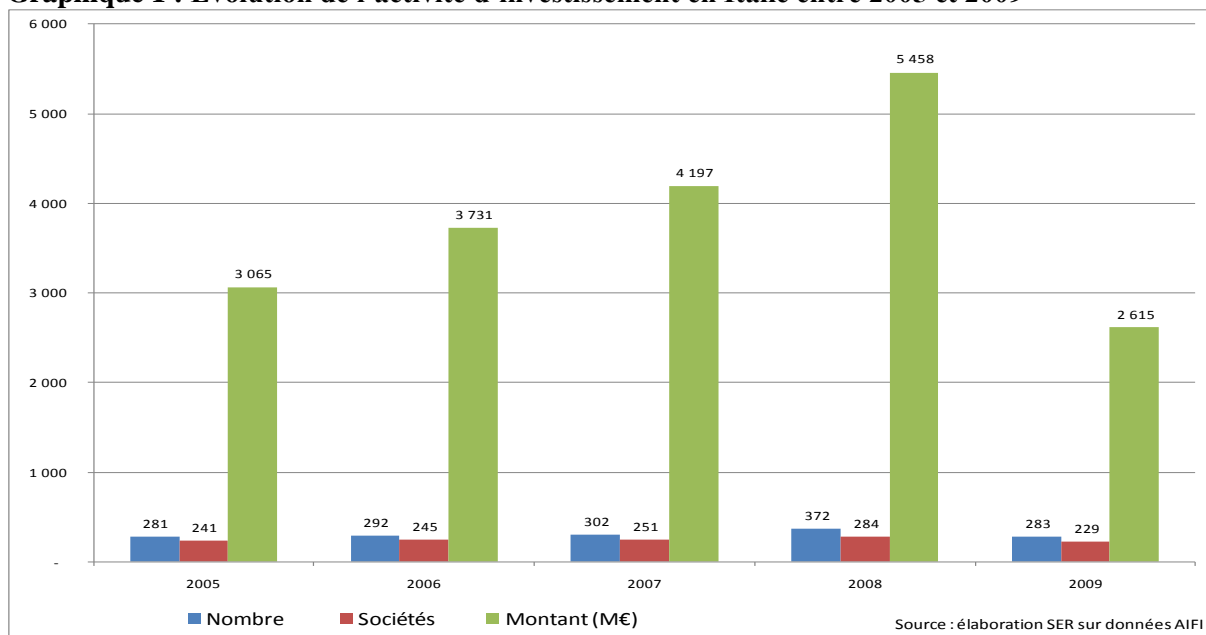


Tableau 1 : Evolution du désinvestissement depuis 2005

	Désinvestissement	
	Nombre	Montant
2005	150	906
2006	181	1 763
2007	207	2 633
2008	181	1 185
2009	143	1 821

Elaboration SER sur données AIFI

- *Dans le cas où le grand public joue un rôle dans le secteur, via la détention de parts dans des fonds intermédiés, quelle est la répartition des investissements annuels entre les fonds institutionnels et les fonds grand public ?*

Concernant les types de fonds, le rapport de l'AIFI met en évidence que les fonds de fonds, typiquement d'origine internationale, représente 20 % du marché, en hausse par rapport à 2008 (9 %). Le poids des fonds de pensions (18 %) et du secteur public (13 %) ont également augmenté, grâce notamment au lancement du fonds High Tech pour le Mezzogiorno promu par le Département pour l'Innovation Technologique¹⁹. En revanche, les souscriptions provenant de groupes industriels (1 %) et d'investisseurs institutionnels (11 %) ont fortement fléchi par rapport à 2008 (respectivement 23 % et 22 %).

Tableau 2 : Typologie de la collecte des fonds d'investissements depuis 2005

	2005	2006	2007	2008	2009
Fonds de fonds	11%	42%	30,2%	8,8%	19,8%
Fonds de pensions	1%	8%	7,0%	11,4%	17,5%
Assurances	14%	3%	6,6%	7,0%	14,4%
Institutions publiques	3%	1%	0,7%	4,5%	12,8%
Investisseurs individuels	5%	16%	12,2%	21,6%	11,5%
Fondations bancaires	12%	2%	6,8%	10,0%	5,8%
Banques	34%	22%	26,5%	10,4%	4,7%
Groupes industriels	12%	0%	3,9%	22,6%	0,8%
Marchés financiers	0%	0%	4,8%	0,0%	0,0%
Autres	8%	5%	1,3%	3,7%	12,7%

Sources : Elaboration SER sur données AIFI

Concernant l'activité des différents investisseurs, les fonds paneuropéens représentent 43 % des investissements du marché en termes de montants investis, suivis par les sociétés de gestion de l'épargne (37 %) et les fonds italiens (10 %). Les SGR sont les opérateurs qui ont réalisé le plus d'opérations en 2009.

¹⁹ Ce fonds a pour mission d'investir dans des fonds pour l'innovation numérique dans le Mezzogiorno.

Tableau 3 : Distribution des investissements par type d'opérateur depuis 2005

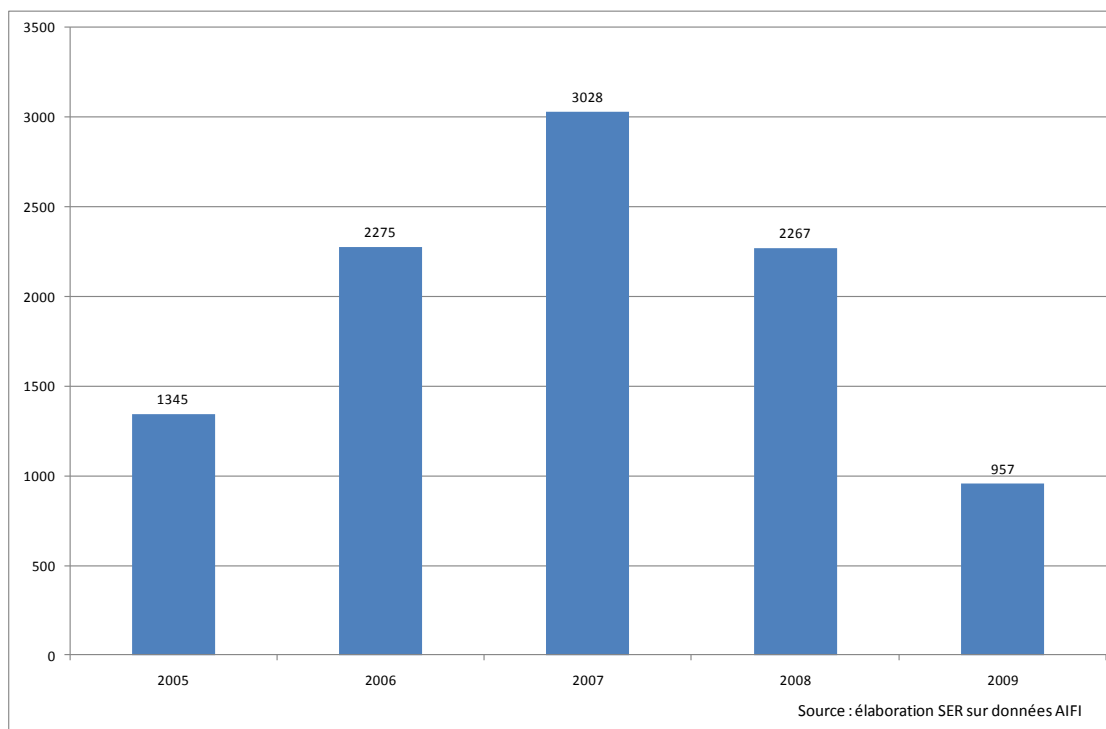
	2005		2006		2007		2008		2009	
	Montant (M€)	Nombre	Montant (M€)	Nombre	Montant (M€)	Nombre	Montant (M€)	Nombre	Montant (M€)	
Fonds paneuropéens	1826	34	1858	22	2742	26	3073	18	1 123	
SGR généraliste	892	84	736	39	749	134	1515	90	964	
Fonds italiens		29	214	25	189	45	322	39	275	
Banques italiennes	277	55	872	38	443	38	412	27	152	
Opérateurs régionaux / publics	39	69	44	77	55	88	92	80	68	
Fonds de early stage	31	21	7	41	23	41	44	29	33	

Elaboration SER sur données AIFI

- *Montants levés chaque année, pour chacun des segments du capital-risque et du capital-développement (cf. annexe et typologie de l'AFIC)*

La crise de liquidité a impacté la collecte qui a de ce fait diminué de 58 % en 2009 et atteint 957 M€. L'AIFI souligne dans son rapport annuel l'augmentation de la part des fonds d'origine étrangère (32 % en 2009 contre 18 % en 2008). En 2009, les fonds de fonds, presque tous d'origine étrangère, ont représenté 20 % de la collecte.

Graphique 2 : Evolution de la collecte depuis 2005



Concernant la distribution de la collecte par type d'investissements cibles, la majeure partie des capitaux ont été utilisés, en 2009, pour la réalisation d'opérations de buy-out (49 %), et pour des opérations de développement (26 %). Il s'agit d'une inversion de tendance par rapport à 2008 (41 % pour le capital développement et 35 % pour les opérations de buy-out). La part des opérations de early stage (10 %) a augmenté, et notamment celles destinées à des entreprises à haute valeur technologique.

Fin 2009, les ressources disponibles pour des investissements s'élevaient à 6,3 Md€.

Tableau 4 : Evolution de la collecte depuis 2005 par type d'investissement

	Early stage H-T	Early Stage non H-T	Expansion	Buy Out	Autre	Total
2005	1%	1%	50%	38%	10%	
2006	4%	1%	61%	30%	4%	
2007	2%	2%	38%	52%	6%	
2008	5%	2%	41%	35%	17%	
2009	10%	0%	26%	49%	15%	
2005	13	13	673	511	135	1 345
2006	91	23	1 388	683	91	2 276
2007	61	61	1 151	1 575	182	3 030
2008	113	45	929	793	385	2 265
2009	96	-	249	469	144	958

Elaboration SER sur données AIFI

H-T : haute technologie

- **Montants investis chaque année, pour chacun de ces segments**

En 2009, selon l'enquête de l'AIFI en collaboration avec PricewaterhouseCoopers, les opérateurs de private equity et de capital risque ont investi 2,615 Md€ en Italie, soit une baisse de 52 % par rapport à 2008 (5,458 Md€). La chute s'explique logiquement par les effets de la crise. Elle s'est également manifestée sur le nombre d'opérations, mais celui-ci a toutefois subi une diminution moindre (-24 %), soit 283 investissements.

Tableau 5 : Evolution de l'investissement moyen par segment d'investissement depuis 2005

M€	2005		2006		2007		2008		2009	
	Montants moyen	Montants moyen	Montant moyen hors opérations importantes*	Montants moyen	Montant moyen hors opérations importantes*	Montants moyen	Montant moyen hors opérations importantes*	Montants moyen	Montant moyen hors opérations importantes*	
Buy-out	32,1	24,4	15,1	37,9	14,8	25,4	21,1	23,4	17,2	
Turnaround	-	-	-	-	-	-	-	37,8	13,3	
Replacement	-	6,6	-	3,5	-	62,9	6,2	4,6	-	
Expansion	3,1	10,4	7,7	7,0	-	5,8	-	3,3	-	
Early stage	0,5	0,5	-	0,7	-	1,3	-	1,2	-	
Total	-	12,8	8,5	13,9	7,0	14,7	8,9	9,2	6,6	

* Opérations supérieures à 150 M€

Source : Elaboration SER sur données AIFI

Comme les années précédentes, la majeure partie des ressources investies (1,688 Md€) a été destinée à l'acquisition de participation majoritaire (buy-out). Le poids des investissements pour relancer les entreprises en difficulté (turnaround) a augmenté en 2009 pour prendre la 2^{ème} place en termes de montants investis (416 M€). Le segment des investissements de départ (early stage) a enregistré une baisse plus modérée (-15 %) que celles des autres segments.

Graphique 3 : Distribution part typologie d'investissements en 2009

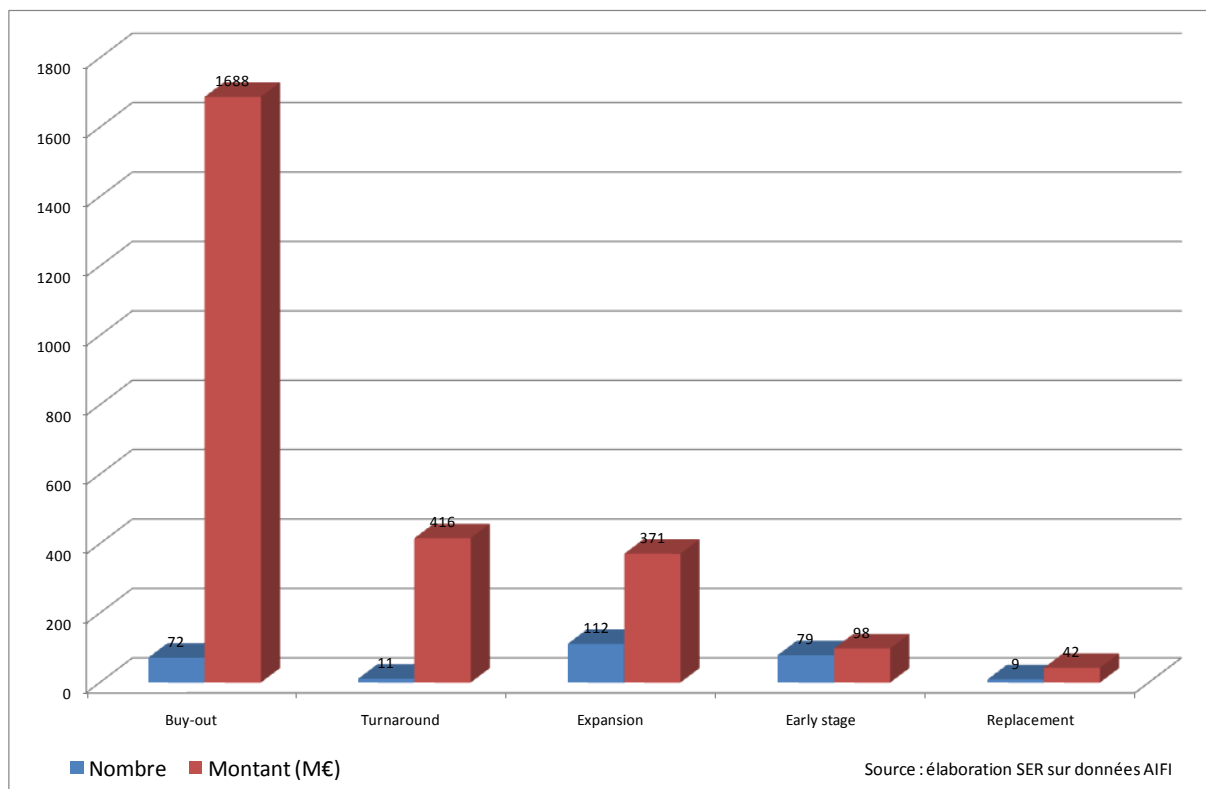


Tableau 6 : Evolution de la distribution par type d'investissements depuis 2005

	2005			2006			2007			2008			2009		
	Nombre	Sociétés	Montant (M€)	Nombre	Sociétés	Montant (M€)	Nombre	Sociétés	Montant (M€)	Nombre	Sociétés	Montant (M€)	Nombre	Sociétés	Montant (M€)
Early stage	56	43	30	62	57	28	88	68	66	88	67	115	79	66	98
Expansion	124	111	385	87	87	1013	102	92	641	133	103	796	112	93	371
Buy-out	75	64	2401	100	69	2444	87	70	3295	113	85	2869	72	52	1688
Replacement			221			165			50			1636		42	
Turnaround	11	10	28	8	7	81	11	10	145	12	10	41	11	11	416

Source : élaboration SER sur données AIFI

- *Performances financières des fonds*

Tableau 7 : Evolution de la performance financière des fonds depuis 2007

	2007	2008	2009
TRI net agrégé à 10 ans	14,1%	11,8%	8,0%
TRI net agrégé à 5 ans	15,1%	17,3%	6,9%

Elaboration SER sur données AIFI

Q2. Le cas échéant, quels sont les dispositifs publics d'aide ou de soutien au capital-investissement ? En particulier :

- *Quelle est leur nature (fiscale/non fiscale) ?*
 - *non fiscale : description des acteurs publics et type d'aide : subventions, avances, prêts, garanties d'investissement etc... ;*
 - *fiscale : modalités et champs d'application précis de l'avantage fiscal, référence des textes relatifs à ces dispositifs fiscaux. Plus particulièrement :*
 - *dans quel type de cible (ie. entreprises innovantes, PME etc .) ;*

- *selon quelles conditions (durée de détention des parts, délais d'investissement etc.) ;*
- *pour quel type d'avantage fiscal (montant annuel moyen pour le souscripteur) ?*

En Italie, il n'existe aucun dispositif fiscal ou et globalement très peu d'aide visant à soutenir les fonds d'investissement, que ce soit par une aide aux fonds, aux investisseurs ou aux entreprises bénéficiant de ces fonds.

La politique italienne en faveur du développement du capital investissement suit deux axes :

- le développement d'une culture du capital investissement. Pour cela, l'Etat a signé un accord de partenariat (avril 2010) avec l'AIFI visant notamment à organiser une série de rencontres avec les entreprises pour leur présenter le capital investissement. L'ABI (Association bancaire italienne) et Borsa Italiana participent également à ces rencontres.
- La création de fonds d'investissement directement par l'Etat. Les gouvernements italiens ont créé depuis 2000 une série de fonds visant à soutenir les entreprises, notamment par le biais du capital-risque. L'Etat cible les petites entreprises de « middle class » ou de « phase haute » et les moyenne entreprise, et met l'accent sur les entreprises du Sud. Le Ministère du Développement économique estime à 50 000 le nombre d'entreprises répondant à ces critères. De nombreux fonds plus ou moins efficaces et dotés ont été créés.
 - **Encouragement au capital risque** (article 106 de la loi de finances pour 2001 n°388/2000) : L'objectif du dispositif est d'apporter un soutien à la capitalisation des nouvelles entreprises et des PME des zones désavantagées du pays.
Les investissements suivaient deux axes : i) favoriser l'accès au capital risque des PME des zones désavantagées par l'intermédiaire de l'octroi d'avances financières publiques (égales à 50 % de la valeur de la participation à acquérir) aux banques et intermédiaires financiers agréés pour l'achat de participations minoritaires temporaires. ii) aider les programmes d'investissement pour la naissance et la consolidation des entreprises opérant dans des secteurs d'activité à haut contenu technologique.
132 M€ ont été alloués par l'Etat à ce dispositif, mais seuls 12 M€ ont été utilisés. La loi de finances pour 2007 a transféré les ressources de ce dispositif au Fonds pour la Finance d'Entreprise.
 - **Fonds rotatif national pour les investissements dans le capital risque** géré par Invitalia (art. 4 de la loi de finances pour 2004 n°350/2003) : Invitalia, devenue depuis l'Agence Nationale pour l'attraction des investissements et le développement des entreprises, est une société à capital entièrement public. Ses objectifs prioritaires sont : i) favoriser l'attraction d'investissements étrangers ; ii) soutenir l'innovation et la croissance du système productif et iii) valoriser les atouts des territoires. L'objectif de ce fonds rotatif était de favoriser le développement et de combattre les problèmes de sous-capitalisation des moyennes et grandes entreprises, destinataires exclusifs du dispositif.
Le fonds pouvait agir soit par l'intermédiaire d'investissements directs dans les entreprises destinataires, soit par l'intermédiaire d'investissements indirects dans des fonds mobiliers fermés, qui, à leur tour, investissaient dans les entreprises.
165 M€ avaient été alloués par l'Etat à ce dispositif, mais aucune ressource n'a été utilisée.
 - **Fonds High-tech pour le Mezzogiorno** (art. 1 de la loi de finances pour 2005 n°311/2004). L'objectif de ce fonds était de favoriser l'afflux de capital risque vers les PME qui introduisaient des innovations numériques dans les zones désavantagées du Sud de l'Italie. L'intervention de l'Etat se faisait sous la forme de participation publique à un ou plusieurs fonds d'investissement, non supérieure à 50 % du patrimoine, promus et gérés par une ou plusieurs Sociétés de gestion de l'épargne (SGR). Les SGR chargées de la gestion des fonds ont été sélectionnées par appel d'offres.

100 M€ avaient été alloués par l'Etat à ce dispositif, et 85 M€ ont été utilisés dont 82,5 M€ pour la souscription des fonds.

- **Fonds pour la finance d'entreprise** (art.1 de la loi de finances pour 2007 n°296/2006). L'objectif de ce fonds était de faciliter l'accès au crédit et au capital risque des entreprises, et plus particulièrement pour les PME. Pour atteindre cet objectif, le fonds entendait intervenir dans des opérations prévoyant l'utilisation de nouveaux instruments d'atténuation du risque de crédit et de *private equity*, proposés par les banques et/ou les intermédiaires financiers. Les opérations de participations au capital risque des entreprises bénéficiaires devaient être réalisées en fonction des priorités suivantes : i) financement des programmes d'investissement pour la création et la consolidation des entreprises opérants dans des secteurs d'activité à haut contenu technologique ; ii) renforcement patrimonial des PME situées dans les zone relevant des objectifs 1 et 2 des fonds structurels européens ; consolidation des PME féminines. Pour financer ce dispositif, l'Etat a fait affluer dans ce fonds les ressources : i) du fonds public de garantie (4 M€) ; ii) du fonds rotatif national pour les interventions dans le capital risque (168 M€) ; iii) des aides au capital risque (120 M€) et iv) du fonds pour le Mezzogiorno (0€ puisque l'ensemble des ressources avaient déjà été utilisées). Sont également prévus 300 M€ pour les années 2007-2010. Aucune ressource n'a été utilisée par le fonds. Les modalités de réalisation des opérations (dépenses admissibles, entreprises destinataires,...) sont définies par un décret du Ministère du Développement économique. Après la publication de plusieurs décrets qui n'ont toutefois pas entraîné une utilisation du dispositif, le Ministère a publié un nouveau décret le 21 avril 2010 (publié au journal officiel du 5 juillet) qui définit les nouvelles modalités de l'intervention publique relative au soutien des opérations de financement en capital risque des PME en phase initiale et en phase d'expansion. Le soutien public se fera par le biais de financements publics dans des opérations financières, proposées et gérées par des intermédiaires et répondant aux critères définis par le décret sous les formes suivantes : i) souscription de part de fonds d'investissement mobilier de type fermé ; ii) co-investissement dans des fonds de garantie, gérés par des intermédiaires, ayant comme objet l'octroi de garantie sur des instruments de *private equity* ou de « quasi *private equity* », en faveur de souscripteurs de capital risque des PME et/ou de fonds de *venture capital*, ou en couverture de prêts en faveur d'investisseurs / fonds d'investissement en capital risque : iii) instruments financiers en faveur d'intermédiaires, destinés à l'achat de participations dans le capital risque des PME. Le rendement de tels instruments financiers doit être lié à l'évolution de la valeur économique courante des participations. Les ressources du fonds ont été réaffectées avant la parution du dernier décret de mise en œuvre et le décret ne prévoit aucune ressource spécifique pour cette mesure mais prévoit la possibilité pour les administrations régionales de créer des instruments de mise en œuvre. Toutefois, lors de ses présentations le Ministère du Développement Economique parle d'une dotation d'environ 100 M€.
- **Fonds national pour l'innovation** (art. 1 de la loi de finances pour 2007 n°296/2006). L'objectif de ce fonds est de faciliter l'accès des PME au capital risque et/ou à la dette pour le financement de projets innovants basés sur l'utilisation économique des titres de propriété intellectuelle. Par ce dispositif, l'Etat apporte une participation financière à des opérations proposées et gérées par des intermédiaires et consacrées au soutien des projets entrepreneuriaux. L'Etat a alloué 20 M€ pour les interventions en capital risque et 37,5 M€ pour les financements de dette. L'appel d'offre s'est clôturé le 31 mars 2010 et les propositions parvenues au Ministère du Développement Economique sont en cours d'analyse.
- **Fonds pour les opérations de capital risque géré par la SIMEST** (art. 1 de la loi de finances pour 2007 n°296/2006). La loi de finances pour 2007 fusionné l'ensemble des fonds rotatifs gérés par la SIMEST destinés à des opérations de capital risque dans des pays hors Union Européenne dans un fonds unique : « le Fonds pour les opérations de capital risque ». La SIMEST est une société contrôlée par le Gouvernement italien, actionnaire à 76 %, au côté

de banques, d'associations d'entrepreneurs et de salariés. L'objectif de ce fonds est la promotion des investissements italiens en dehors de l'UE et la gestion des facilitations visant le soutien des activités d'internationalisation des entreprises italiennes. La loi prévoit trois modalités d'intervention : i) l'acquisition directe de part de capital risque dans des entreprises étrangères à capital mixte (l'intervention de la SIMEST ne dépasse pas 25 % du capital) ou dans des entreprises italiennes ; ii) octroi de financements bonifiés aux entreprises italiennes pour l'achat de part de capital risque dans des entreprises étrangères. La SIMEST peut aider jusqu'à 90 % du financement demandé par l'entreprise italienne pour l'achat d'une part de capital d'une entreprise étrangère non supérieure à 51 %. iii) participations complémentaires sur les fonds de capital risque pour des opérations situées dans des zones géographiques déterminées.

Au 31 décembre 2008, le montant total des ressources à disposition pour le Fonds s'élevait à 228 M€. Au 31 décembre 2009, le fonds comptait déjà 163 participations.

- **Fonds italien d'investissement pour les PME (FII)** (art. 2 de la loi de finances pour 2010 n°191/2009). L'objectif de ce nouveau fonds est le soutien à la croissance (taille) et à la patrimonialisation des PME italiennes en phase de développement. Les entreprises bénéficiaires doivent avoir un chiffre d'affaire compris entre 10M€ et 100 M€. L'objectif du Gouvernement est que le fonds atteigne 3 Md€²⁰. Actuellement ont été collectés 1 Md€ auprès des banques italiennes et de la Caisse des dépôts et des prêts (CDP). Le fonds aura une durée de vie de 15 ans maximum : 5 ans pour la phase d'investissement (+ une extension d'un an), 7 ans pour la phase de désinvestissement (+ une extension de deux ans). Le fonds cible potentiellement 15 000 entreprises.

Il s'agira d'un fonds d'investissements mobiliers de type fermé réservé à des investisseurs qualifiés qui ont parmi leurs objectifs : le renforcement patrimonial des entreprises, l'agrégation des entreprises de faible dimension. Le fonds pourra intervenir : i) par des investissements directs minoritaires dans des entreprises ayant un chiffre d'affaire supérieur à 20 M€ ; ii) par des co-investissements directs minoritaires en partenariat avec d'autres fonds de capital risque ; iii) par des instruments de financement de quasi-capital (financements Mezzanine, prêts participatifs,...) et iv) par des investissements dans des fonds de capital risque opérant sur le territoire et qui investissent dans des entreprises éligibles aux financements du FII. Le fonds devrait être opérationnel en septembre 2010, et les premiers investissements devraient être réalisés en octobre.

Pour la gestion du FII, une société de gestion de l'épargne (SGR) a été créée par le Ministère des Finances, l'Association Bancaire Italienne (ABI), la CDP, la Confindustria (patronat italien) et trois grandes banques (Unicredit, Intesa Sanpaolo et Monte Paschi di Siena) qui ont chacun apporté 0,5 M€. Le capital initial de la SGR est de 3,5 M€. La participation de l'Etat dans la SGR est la seule dépense de l'Etat pour ce dispositif, puisqu'il n'apporte pas de ressources au fonds d'investissement contrairement aux autres associés fondateurs. L'absence de ressources de l'Etat différencie ce fonds de celui pour la finance d'entreprise et s'explique essentiellement par la faiblesse des marges budgétaires de l'Italie.

- Quel est le montant qui est consacré annuellement à ces dispositifs depuis 2000 ?

Le Gouvernement italien ne consacre pas de montant annuel à ces dispositifs. Il alloue un montant à la création du dispositif, ce qui explique l'absence de dotation certaines années. Par ailleurs, les allocations de l'Etat sont souvent le fait d'une réaffectation de ressources antérieures. Ainsi, les budgets alloués au dispositif d'encouragement pour le capital risque, au fonds rotatif national Invitalia et au fonds High tech pour le Mezzogiorno ont été réaffectés au Fonds pour la finance d'entreprise. Les ressources de ce dernier, n'ayant jamais été opérationnel, ont été transférées à d'autres priorités du Gouvernement.

Ces faibles contributions s'expliquent par le peu de marges budgétaires du Gouvernement italien.

²⁰ 1 Md€ par les associés fondateurs, 1 Md€ provenant d'autres investisseurs privés, 1 Md€ de recapitalisation versé par les associés fondateurs en fonction de l'activité du fonds.

Les fonds mis en place sont des fonds dits « rotatifs ». Il ne s'agit donc pas de « fonds perdus » puisque les fonds récupèrent progressivement les montants investis et peuvent les réinvestir.

M€	Encouragement pour le capital risque		Fonds rotatif national Invitalia		Fonds High tech pour le Mezzogiorno		Fonds pour la finance d'entreprise		Fonds national pour l'innovation		Fonds unique SIMEST		Fonds italien d'investissement pour les PME		Total		
	Alloué	Utilisé	Alloué	Utilisé	Alloué	Utilisé	Alloué	Utilisé	Alloué	Utilisé	Alloué	Utilisé	Alloué	Utilisé	Alloué	Utilisé	
2000																	
2001	132,00	12,00														132,00	12,00
2002																-	-
2003																-	-
2004			165,00	-												165,00	-
2005					100,00	85,14										100,00	85,14
2006																-	-
2007							589,00	-	60,00	ND						649,00	-
2008											228,00	ND				228,00	-
2009																-	-
2010													0,50			0,50	-
														Total période		1 274,5	97,1

Elaboration SER sur données AIFI

- Ces dispositifs bénéficient-ils au grand public ou à des professionnels ?

Ces dispositifs bénéficient aux entreprises, et plus particulièrement à celles du Sud de l'Italie pour inverser le déséquilibre existant entre le Nord et le Sud. Il n'existe pas de dispositif visant à aider les investisseurs, particuliers ou fonds d'investissement.

- Quel(s) segment(s) de l'industrie du capital-investissement est (sont) aidé(s) (capital-risque ; capital-développement ; capital transmission ; capital retournement) ? (cf. annexe et typologie de l'AFIC)

L'objectif des dispositifs de l'Etat est d'apporter aux entreprises du capital risque et du capital développement. Il n'existe pas de dispositif de capital transmission ou de capital retournement.

Q3.Existe-t-il des études sur l'efficacité socio-économique de ces dispositifs publics ?

Dans l'affirmative :

- *Quel est le coût annuel de chacun des types d'incitation ?*
- *Le cas échéant, quelle est la performance financière globale des fonds d'investissement fiscalement aidés, avec, si possible, une comparaison avec des fonds comparables ne faisant pas l'objet d'une incitation fiscale ?*
- *Quel est l'impact économique des incitations ? (les entreprises investies connaissent-elles une plus forte croissance de chiffre d'affaires, d'effectifs et d'ouverture à l'international que les entreprises non investies d'une part et les entreprises investies sans incitation d'autre part ?)*
- *L'impact sur le développement de l'innovation est-il mesuré ?*

Il n'existe pas d'études sur l'efficacité socio-économique de ces dispositifs publics. Certains de ces dispositifs n'ont même jamais été rendus opérationnels. L'AIFI nous a donné quelques éléments de commentaires sur ces dispositifs.

- Encouragement au capital risque : Réussite satisfaisante du programme en termes financiers. En revanche, le nombre de demandes a été modeste en raison de la taille réduite du marché du capital risque et des contraintes strictes pour l'octroi des financements.
- Fonds rotatif Invitalia : Le fonds n'a jamais été opérationnel.
- Fonds High tech pour le Mezzogiorno : L'ensemble des ressources publiques ont été utilisées et ont attirées un montant équivalent de ressources privées. L'AIFI estime qu'il s'agit d'une intervention réussie.
- Fonds pour la finance d'entreprise : Le fonds n'a jamais été opérationnel et a été privé de ses ressources, sans que celles-ci ne soient réaffectées à un dispositif d'aide au capital risque.

- Fonds pour les opérations de capital risque de la SIMEST : le fonds semble être une réussite. En 2009, il possédait 163 participations et la SIMEST clôturait l'année avec un bénéfice de 10,5 M€.
- Fonds italien pour les PME : Le fonds ne sera opérationnel qu'en septembre 2010. Il prévoit une formule inédite de partenariat public privé, dans laquelle l'Etat participe à la gestion comme associé fondateur de la SGR, à côté des principaux groupes bancaires. L'Etat, à la différence des associés privés de la SGR, ne pourra toutefois pas souscrire de part du fonds.

Par ailleurs, le Ministère du Développement Economique nous a précisé qu'il était prévu une revue générale de l'ensemble des aides aux entreprises, qui a malheureusement été repoussée suite à la démission du Ministre, Claudio Scajola. Cette revue aurait pour objectif de supprimer les vieux dispositifs qui ne sont plus opérationnels, et devrait peut être permettre d'évaluer les différents dispositifs. Toutefois, aucune étude approfondie sur les résultats des fonds créés par l'Etat pour le venture capital n'est programmée.

Pour le Ministère, les entreprises peuvent être confrontées à des problèmes au moment où le fonds de l'Etat récupère son investissement car dans ce cas l'entreprise a rarement les moyens financiers de racheter la part du fonds et les fonds qui peuvent remplacer le fonds de l'Etat ne recherchent que les profits. Les problèmes de l'entreprise sont plus situés en phase finale qu'en phase initiale de l'investissement.

Q4. Les dispositifs publics de soutien au capital-risque et au capital-développement ont-ils récemment évolué, ou est-il question de les faire évoluer ?

- ***En particulier, des déviations par rapport à l'objectif initial de politique publique ou des abus de la part des bénéficiaires (intermédiaires ou finaux) ont-ils pu être constatés du fait du paramétrage des soutiens publics ?***

Aucun cas particulier d'abus n'a été signalé. Les dispositifs italiens sont plutôt affectés par une faible utilisation des dispositifs et l'absence de mise en œuvre des fonds créés par les lois de finances successives.

- ***Quelles évolutions de ces dispositifs ont-elles été prévues pour corriger des déviations ou abus ?***

Suite à la table ronde organisée en mars dernier par le Ministère du Développement économique, le Ministre a signé un décret prévoyant une loi annuelle sur les petites et moyennes entreprises. Le Ministère nous a indiqué travailler à la rédaction de la prochaine loi annuelle qui comportera notamment une liste de définitions des différents types de capital investissement permettant ainsi d'améliorer l'information aux entreprises et de remédier à l'hétérogénéité des différents fonds créés par les régions (cf. infra.).

Q5. Hormis le soutien au capital-investissement, existe-t-il d'autres outils d'aide à l'augmentation des fonds propres des entreprises innovantes et des PME (notamment des PME régionales) ?

Dans l'affirmative :

- ***Quels sont ces dispositifs ?***
- ***Quelle masse financière représentent-ils ?***
- ***Leur efficacité a-t-elle été évaluée (notamment par rapport au capital-investissement) ?***

Les régions italiennes ont la possibilité de créer leurs propres dispositifs de soutien au capital risque. Ces dispositifs varient donc d'une région à l'autre, à la fois en terme de partenariat public /privé, de répartition des parts des fonds créés, que de gestionnaire. Il n'existe pas d'étude sur leur efficacité, mais le nombre d'investissements réalisés est relativement faible.

Il n'existe pas de « contrôle » de l'Etat sur ces dispositifs, ce qui entraîne un manque de coordination certain entre les actions de l'Etat et celles des régions pour le développement du capital

investissement. Il en résulte une absence d'homogénéité qui va jusqu'à des définitions divergentes (ex : le seek capital n'a pas la même définition d'un dispositif à l'autre).

Voici trois exemples de dispositifs créés par des régions :

- **Sicile / Fonds CAPE** : il s'agit d'un fonds public/privé, avec une participation publique minoritaire créé par la loi régionale du 23 décembre 2002. La région participe à la SGR chargée de gérer le fonds à hauteur de 49 % au maximum. La participation de la région au fonds lui-même est limitée à 48 % du patrimoine total. Le capital public est rémunéré suivant les mêmes conditions que celles prévues pour les capitaux privés. Le fonds a pour objectif de favoriser le développement des entreprises situées en Sicile par l'intermédiaire d'investissement en capital risque. Le fonds réalise des investissements directs en capital risque dans des entreprises siciliennes ayant un projet de développement valable. La région a choisi son partenaire privé (Cimino & Associati Private Equity) dans la SGR par le biais d'un appel d'offre. La SGR gère un fonds privé réservé aux investisseurs institutionnels. Pour ses investissements, la SGR cible en priorité les PME.
Fin 2007, le fonds s'élevait à 34 M€. A ce jour, le portefeuille du fonds comprend trois investissements.
- **Emilie Romagne / Fonds Ingenium** : La constitution du fonds public/privé Ingenium a été prévue par le Document Unique de Programmation (Docup) relatifs aux fonds structurels 2000-2006 pour la région. Le fonds a pour mission de soutenir le lancement et le développement de projets d'entreprises dérivant de spin-off universitaire ou de centre de recherche, ou ayant une activité à caractère innovant ou de haute technologie. Le Fonds peut intervenir dans les zones Objectif 2 et dans les zones de soutien transitoire. Le gestionnaire du fonds (Zernike Meta Ventures) a été choisi par appel d'offres. Le capital privé du fonds est rémunéré en priorité par rapport au capital public.
La dotation totale s'est élevée à 7 M€, dont 5,380 M€ de ressources publiques et 1,7 M€ apportés par le gestionnaire du fonds. A ce jour, le portefeuille du fonds comprend 5 investissements.
- **Lombardie / Fondo Next** : Il s'agit d'un fonds mobilier fermé, créé par la région Lombardie (loi régionale n°25/2000), dont la souscription est réservée de manière exclusive aux investisseurs institutionnels. Il vise à développer sur le territoire régional lombard un marché du capital risque axé sur l'innovation et au développement de nouvelles technologies. Le gestionnaire du fonds est une société publique, contrôlée à 75 % par Finlombarda (agence financière de la région). Le fonds peut agir soit comme fonds de fonds, soit comme co-investisseur et peut donc investir soit dans d'autres fonds de capital risque, soit effectuer des investissements directs dans des entreprises en investissements avec d'autres acteurs. La région Lombardie a créé un fonds de garantie de 20 M€ assurant la couverture d'éventuelles pertes subies par les investisseurs privés, jusqu'à un montant maximal de 33 % des pertes enregistrées.
Le fonds a été doté de 37 M€. A ce jour, le portefeuille du fonds comprend 10 investissements.

Q6. Quels sont les interlocuteurs idoines que la mission devrait rencontrer en cas de déplacement ?

- ***Au niveau de l'Etat : acteurs à l'origine de la définition du soutien public (ex. services fiscaux) ou le mettant en œuvre ;***

Ministère du Développement Economique : Giuseppe Capuano, direction générale des PME et des collectivités locales, département Entreprise et internationalisation. Responsable de la division VIII PME et artisanat.

Ministère de l'Economie et des Finances : Andrea Montanino, conseiller du directeur en charge notamment du Fonds Italien pour les PME.

- *Au niveau des fonds (ex. association de sociétés de gestion ; principales sociétés de gestion*

AIFI : Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital. Mme Alessandra Bechi, directeur bureau Tax & Legal

Il existe également une association des business angel : IBAN dont le Président est M. Paolo Anselmo.

- *Au niveau des entreprises investies dans le cadre de dispositifs de soutien public (MEDEF local, etc.)*

Il pourrait être intéressant de rencontrer

- i un gestionnaire d'un fonds régional, par exemple Zernike Meta Venturres dont le Président est M. Luigi Amati ;
- ii les représentants des entreprises (Confindustria).

ROYAUME-UNI

Q1 Comment évoluent les marchés du capital-risque et du capital-développement depuis 2005 ?

En particulier :

- *Principales caractéristiques des fonds (durée de vie, durée des investissements, taille moyenne des fonds, ticket moyen des investissements...)*
- *Dans le cas où le grand public joue un rôle dans le secteur, via la détention de parts dans des fonds intermédiés, quelle est la répartition des investissements annuels entre les fonds institutionnels et les fonds grand public ?*
- *Montants levés chaque année, pour chacun des segments du capital-risque et du capital-développement (cf. annexe et typologie de l'AFIC)*
- *Montants investis chaque année, pour chacun de ces segments*
Performances financières des fonds

En 2008, les fonds de capital-risque ont investi 359 M£ dans des entreprises en début de vie (source : rapport du NAO cité infra).

On peut retenir les enseignements suivants d'une étude du cabinet PwC et de la British Private Equity & Venture Capital Association (BVCA)²¹ (cf annexe 1), qui porte sur les fonds britanniques de capital risque et de private equity (à l'exception notamment des Venture Capital Trusts – cf infra pour plus de détails sur ces fonds) :

- de distributions aux investisseurs, en raison de la récession qui a gelé nombre de transactions. La performance des fonds a été négative sur la majorité des segments de marché, notamment dans le capital-risque (-18,1% pour les fonds datant d'avant 2002, -1,2% pour ceux lancés à partir de 2002). L'étude relève néanmoins le rendement élevé de ce compartiment de marché par rapport à d'autres classes d'actifs : le taux de rendement interne (*internal rate of return – IRR*) pour le capital-investissement et le private equity atteignait à la fin 2009 en moyenne 13,1% sur dix ans et de 17,3% sur cinq ans contre respectivement 3,1% et 6,2% pour les actifs des fonds de pension et 1,6% et 6,5% pour l'indice FTSE ;
- D'une manière générale, les données historiques font apparaître une moindre performance des fonds de capital-investissement par rapport au private equity. Ainsi, sur la période 2004-2009, les fonds créés entre 1996 et 2001 ont-ils affiché une performance annuelle moyenne de -3,2% tandis que ceux créés à partir de 2002 avaient un rendement annuel médiocre de 2,3%. Sur la même période, les *Management Buy Outs* (MBO) affichaient des résultats bien supérieurs : de +85,1%, +24,5% et 15,9% pour ceux de petite taille, de taille moyenne et de grande taille respectivement.
- Si l'on fait abstraction de la durée d'investissement des fonds, les fonds de capital-risque font également état de performances inférieures au MBO : les fonds de capital-risque créés à partir de 1996 affichent en moyenne des performances négatives chaque année depuis 2004, à l'opposé des MBO de grande taille qui ont toujours affiché des performances annuelles à deux chiffres depuis cette date;
- Enfin, les fonds qui investissent dans les technologies ont des performances bien inférieures à ceux qui investissent dans les autres secteurs, et ce quel que soit le type de fonds (capital-risque ou MBO). Leurs performances sont négatives tant sur l'année 2009 (-9,8%) qu'au cours des trois (-2,2%), cinq (-0,6%) et dix (-2,9%) précédentes années. Sur les mêmes périodes, les

²¹ http://admin.bvca.co.uk/library/documents/Performance_Measurement_Survey_Summary_2009.pdf

fonds non investis en technologie ont une croissance annuelle de respectivement +1,7%, +4,7%, +18,6% et +14,2%.

Ces contre-performances du segment du capital-risque et du secteur technologique expliquent la défiance de certains investisseurs vis-à-vis de ces segments de marché et offrent une justification à l'intervention de la puissance publique.

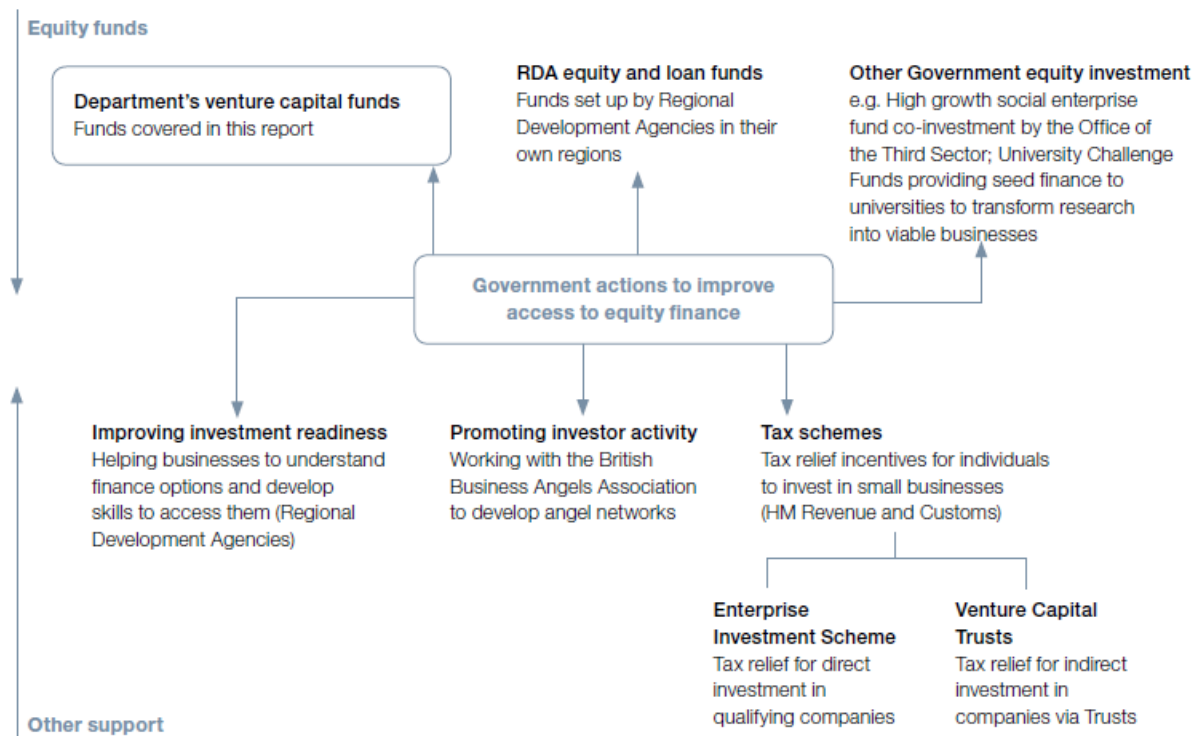
Q2. Le cas échéant, quels sont les dispositifs publics d'aide ou de soutien au capital-investissement ? En particulier :

- ***Quelle est leur nature (fiscale/non fiscale) ? non fiscale : description des acteurs publics et type d'aide : subventions, avances, prêts, garanties d'investissement etc. ; fiscale : modalités et champs d'application précis de l'avantage fiscal, référence des textes relatifs à ces dispositifs fiscaux. Plus particulièrement : dans quel type de cible (ie entreprises innovantes, PME etc.) ; selon quelles conditions (durée de détention des parts, délais d'investissement etc.) ; pour quel type d'avantage fiscal (montant annuel moyen pour le souscripteur) ?***
- ***Quel est le montant qui est consacré annuellement à ces dispositifs depuis 2000 ?***
- ***Ces dispositifs bénéficient-ils au grand public ou à des professionnels ?***
- ***Quel(s) segment(s) de l'industrie du capital-investissement est (sont) aidé(s) (capital-risque ; capital-développement ; capital transmission ; capital retournement) ? (cf. annexe et typologie de l'AFIC)***

L'accès au capital-risque pour les entreprises innovantes est depuis longtemps un sujet de préoccupation des pouvoirs publics britanniques. Ceux-ci ont entrepris de soutenir l'accès au capital des entreprises en croissance de diverses manières (cf graphique infra) :

- a. Investissements de l'Etat dans des fonds de capital risque, investissements des agences de développement régional et d'autres organismes gouvernementaux ;
- b. Dispositifs fiscaux (Enterprise Investment Scheme et Venture Capital Trusts) ;
- c. Promotion de l'accès des entreprises aux financements et de l'activité des investisseurs.

Government actions to improve access to equity finance



Source: National Audit Office analysis, Department's Enterprise Strategy

NOTE

1 The National Endowment for Science, Technology and the Arts (NESTA) also invests in early stage businesses both directly and through funds. NESTA is an independent organisation with endowed funds of over £300 million. It does not receive general government funds to support its work, although some Departments provide funding or contract with NESTA for specific projects.

a) Investissements des pouvoirs publics dans des fonds de capital-risque

Selon un rapport du National Audit Office (équivalent britannique de la Cour des Comptes) de décembre 2009²², le Ministère en charge des questions économiques (Department for Business, Innovation and Skills – BIS) a investi depuis 2000 337,9 M£ dans 7 fonds de capital-risque destinés à soutenir les PME (cf annexe 2). Ces investissements ont été réalisés aux côtés du secteur privé qui a investi 438,2 M£ dans ces mêmes entreprises, lesquelles ont ainsi bénéficié en cumulé de 776,1 M£ de financements. Ces fonds sont administrés par des gérants privés, distincts du BIS, et peuvent être classés selon la typologie suivante :

- investissement direct (Regional Venture Capital Funds, Enterprise Capital Funds, Bridges Funds) ;
- modèle de co-investissement (Early Growth Funds, Aspire Fund, Capital for Enterprise Fund (partiellement)): le BIS investit aux côtés de partenaires privés, ces derniers étant soumis à l'approbation du gestionnaire de fonds en fonction de leur historique de performance (*track record*) et de la *due diligence* réalisée sur l'entreprise cible ;
- fonds de fonds (UK High Technology Fund, Capital for Enterprise Fund (partiellement)) : le BIS investit dans des fonds eux-mêmes investis dans le capital-risque, ce qui permet une diversification des investissements.

²² *Venture capital support to small businesses*, National Audit Service : http://www.nao.org.uk/publications/0910/venture_capital_support_to_sme.aspx

b) Dispositifs fiscaux (Enterprise Investment Scheme et Venture Capital Trusts)

Le gouvernement reconnaît que l'industrie « formelle » (fonds spécialisés, investisseurs institutionnels) du capital-risque joue un rôle modeste, voire anecdotique, dans le soutien des start-ups et qu'il importe d'encourager le capital-risque « informel » (grandes fortunes, *business angels*) qui est le principal soutien des jeunes entreprises.

Pour mettre sur un pied d'égalité d'un côté le capital-risque professionnel qui bénéficie d'une quasi exemption fiscale (fonds de pension) ou qui investit via des véhicules fiscalement transparents qui font supporter les taxes aux sociétés financées, de l'autre le capital-risque informel, des dispositifs fiscaux ont été mis en place pour inciter tout particulièrement les particuliers à investir dans ces sociétés. Ces dispositifs sont l'Enterprise Investment Scheme et les Venture Capital Trusts (*cf* annexe 3 pour une comparaison).

i) Le régime des Venture Capital Trusts (VCT)

Le régime des *Venture Capital Trusts* a été créé en 1995 pour encourager les particuliers à investir indirectement dans des sociétés en croissance, à travers un portefeuille diversifié de sociétés cotées en bourse. Chaque fonds peut investir au maximum 1 M£ par an dans chaque société et 70% au moins des investissements doivent être effectués dans des sociétés répondant à certains critères :

- taille : les actifs de l'entreprise ne doivent pas dépasser 7 M£ avant la levée de fonds, 8 M£ post levée de fonds ;
- secteur : tout secteur sauf l'immobilier et le secteur financier.

Les investisseurs bénéficient d'une réduction d'impôt sur le revenu à hauteur de 30 % du montant souscrit pour les titres émis à compter de l'année fiscale 2006/07. Cette réduction peut être imputée sur l'impôt sur le revenu dû par l'investisseur, quel que soit le taux marginal d'imposition auquel il est soumis, dans la limite d'un plafond de souscription fixé à 200.000 £ par an. De plus, les dividendes attribués au titre des parts détenues dans le *Venture Capital Trust* sont exonérés d'impôt sur le revenu. Enfin, l'investisseur est exonéré d'impôt au titre des plus-values qu'il réalise lors de la cession des parts détenues dans le trust.

L'exonération des dividendes et celle des plus-values de cession sont accordées dans la limite de 200.000 £ d'acquisitions par an.

A la mi 2010, les VCT avaient levé, en 15 ans d'existence, 3,5 Mds£ investis dans 1.500 entreprises (source : HMRC).

ii) Le régime de l'Enterprise Investment Scheme (EIS)

Le régime de l'*Enterprise Investment Scheme*, mis en place en 1994, a pour objet de favoriser l'apport de capitaux par des personnes physiques à des entreprises commerciales, petites ou moyennes, auxquelles est attaché un risque de défaillance plus élevé que les sociétés cotées. A la différence des VCT, l'investissement se fait directement dans une entreprise et non par l'entremise d'un fonds. Les critères d'éligibilité des sociétés sont les mêmes que pour les VCT.

Une réduction d'impôt sur le revenu bénéficie aux personnes physiques qui souscrivent des parts dans une société éligible au dispositif. L'investissement dans la société doit être au minimum de 500 £ au titre de chaque année d'imposition. La réduction d'impôt est égale à 20% du prix d'acquisition des titres et vient en déduction de l'impôt dû par l'investisseur au titre de l'année fiscale au cours de laquelle l'investissement a été effectué. Le montant maximum de l'investissement réalisable est de 500 000 £, soit une réduction maximale de 100 000 £ par an si l'impôt dû est au moins égal à ce montant.

En outre, les plus-values sont exonérées d'impôt si le contribuable a bénéficié d'une réduction d'impôt au titre de la souscription de titres et que ces titres sont revendus après avoir été détenus pendant une période en général de 3 ans.

A la mi 2010, les EIS avaient levé, en plus de 15 ans d'existence, 6,3 Mds£ investis dans 14.500 entreprises (source : HMRC).

c) Promotion de l'accès des entreprises aux financements et de l'activité des investisseurs

Il s'agit d'améliorer les relations entre demandeurs et détenteurs de liquidités.

Créée en 2004 avec le soutien du gouvernement, la British Business Angels Association (BBAA) est une association professionnelle qui représente une centaine de membres, dont la majorité des *business angels* du pays ainsi que des cabinets d'audit et d'avocats, des banques, les Agences de développement régional, des universités et des décideurs politiques. Elle met à la disposition sur son site internet des ressources sur le capital risque.

Q3. Existe-t-il des études sur l'efficacité socio-économique de ces dispositifs publics ?

Dans l'affirmative :

- ***Quel est le coût annuel de chacun des types d'incitation ?***
- ***Le cas échéant, quelle est la performance financière globale des fonds d'investissement fiscalement aidés, avec, si possible, une comparaison avec des fonds comparables ne faisant pas l'objet d'une incitation fiscale ?***
- ***Quel est l'impact économique des incitations ? (les entreprises investies connaissent-elles une plus forte croissance de chiffre d'affaires, d'effectifs et d'ouverture à l'international que les entreprises non investies d'une part et les entreprises investies sans incitation d'autre part ?)***
- ***L'impact sur le développement de l'innovation est-il mesuré ?***

a). Bilan critique de l'efficacité des investissements des pouvoirs publics dans des fonds de capital-risque

Le National Audit Office (NAO) a établi un bilan critique²³ de l'efficacité des sommes investies par le BIS dans des fonds de capital-risque (*cf* réponse à la question 2). Il déplore un manque de clarté dans les objectifs assignés, en particulier l'absence d'objectif financier (par exemple objectif de point mort). Le rapport du NAO juge les performances financières des fonds « faibles »²⁴, principalement en raison d'erreurs de conception (notamment des restrictions trop fortes en termes de taille d'investissement et de couverture géographique). Le BIS a reconnu que son programme n'avait pas démontré son efficacité (absence de *value for money*) et a lancé en 2008 une entité baptisée Capital for Enterprise Limited chargée de superviser l'ensemble du dispositif.

Si l'intervention des pouvoirs publics est jugée peu efficace par le NAO, ce dernier ne remet toutefois pas en cause la pertinence d'une intervention des pouvoirs publics. Un sondage réalisé par le NAO auprès des entreprises aidées par le BIS indique que 84% d'entre elles que les financements publics les ont aidées à obtenir des financements additionnels et que 23% d'entre elles n'auraient pu poursuivre leur activité sans financement public.

b) Une efficacité très mitigée des dispositifs fiscaux

²⁴ Ainsi les UK High Technology Funds affichent-ils un recul de 9,7% entre 2000 et 2008 contre un recul de 5,2% pour des fonds comparables ; la performance des Regional Venture Capital Funds entre 2002 et 2008 était de -15,7% contre -0,4% pour des fonds comparables. Les 74,0 M£ investis dans ces fonds régionaux étaient valorisés à seulement 5,9 M£ en mars 2009.

HM Revenue & Customs a dans un rapport publié en 2008²⁵ dressé un bilan économétrique de l'impact des EIS et des VCT sur les compagnies récipiendaires entre 1994 et 2005.

Les conclusions du rapport sont les suivantes :

- il existe une corrélation positive entre entreprises ayant bénéficié des EIS ou des VCT et formation brute de capital fixe, chiffre d'affaires et emploi. Les entreprises ayant bénéficié de l'EIS ont un levier plus faible et une productivité du travail supérieure aux autres ;
- les EIS et les VCT ne semblent pas avoir eu beaucoup d'impact sur la marge commerciale et les investissements ;
- il existe enfin une corrélation négative entre entreprises ayant bénéficié des EIS ou des VCT et ratio résultat net sur chiffres d'affaires. De même, le taux de survie des entreprises bénéficiaires de l'un ou l'autre dispositif est largement inférieur à la moyenne, sauf pour celles bénéficiant des deux dispositifs à la fois (même taux que la moyenne).

Le rapport semble donc suggérer que ces dispositifs contribuent à augmenter la taille et le *top line* des entreprises bénéficiaires mais, de manière cruciale, pèsent sur la rentabilité et le taux de survie.

Q4. Les dispositifs publics de soutien au capital-risque et au capital-développement ont-ils récemment évolué, ou est-il question de les faire évoluer ?

- *En particulier, des déviations par rapport à l'objectif initial de politique publique ou des abus de la part des bénéficiaires (intermédiaires ou finaux) ont-ils pu être constatés du fait du paramétrage des soutiens publics ?*
- *Quelles évolutions de ces dispositifs ont-elles été prévues pour corriger des déviations ou abus ?*

Il n'existe pas de projet de réforme des dispositifs publics identifiés, aucune déviation particulière ou abus de la part des bénéficiaires n'étant à déplorer, sur la base des informations dont nous disposons.

En revanche, s'agissant des investissements des pouvoirs publics dans des fonds de capital-risque, un manque de suivi des fonds a été constaté par le Department for Business, Innovation and Skills (BIS) qui a conduit en avril 2008 à la création de Capital for Enterprise Limited, une entité placée sous l'autorité du BIS et chargée de gérer les fonds sur le modèle de ce qui se fait dans le secteur privé (cf annexe 4) . Cette entité emploie environ quinze personnes issues du secteur privé et du secteur public et ses dirigeants rendent régulièrement compte de leurs activités au BIS.

Q5. Hormis le soutien au capital-investissement, existe-t-il d'autres outils d'aide à l'augmentation des fonds propres des entreprises innovantes et des PME (notamment des PME régionales) ?

Dans l'affirmative :

- *Quels sont ces dispositifs ?*
- *Quelle masse financière représentent-ils ?*
- *Leur efficacité a-t-elle été évaluée (notamment par rapport au capital-investissement) ?*

Le terme de fonds « *evergreen* » désigne de manière générique tout fonds dont les retours sur investissement sont automatiquement réinvestis, dans le but de maintenir un apport continu de capital disponible pour les investissements. Ce nom imagé les distingue des fonds classiques qui ont une durée de vie finie et dans lesquels les retours sur investissement sont reversés aux actionnaires.

Le nouveau gouvernement de coalition conservateur / libéral-démocrate issu des élections du 6 mai 2010 a lancé une consultation sur le remplacement des neuf Agences régionales de développement

²⁵ "Study of the impact of the Enterprise Investment Scheme (EIS) and Venture Capital Trusts (VCTs) on company performance", <http://www.hmrc.gov.uk/research/report44.pdf>

(Regional Development Agencies – RDA ²⁶) par des Partenariats locaux d'entreprises (Local Enterprise Partnerships)²⁷. Cette dernière devrait être en place d'ici mars 2012. Parmi leurs attributions, les RDA gèrent des fonds destinés à pallier le manque d'investissements privés dans les sociétés en croissance, dans lesquelles elles investissent entre 100.000 £ et 2 M£.

Malgré la menace de suppression des RDA, l'Agence de développement du Nord-Ouest a lancé un groupe de six fonds appelé le Northwest Fund. Il s'agit de l'un des plus importants fonds publics en Europe avec 184,8 M£, financé pour moitié par une subvention du Fonds européen de développement régional (FEDER) et par un prêt de la Banque européenne d'investissement. Le fonds va investir cette somme au cours des cinq prochaines années afin de créer un fonds « *evergreen* » avec pour objectif d'atteindre 100 M£ en 2022. Les apports auront lieu sous forme de capitaux propres, de prêts et de quasi capitaux propres. Ce fonds fait suite au lancement de deux autres fonds régionaux, l'un dans le Nord-Est pour 125 M£ et l'autre dans le Yorkshire et Humberside pour 90 M£.

Le Northwest Fund abrite 6 fonds, chacun géré par un gestionnaire d'actifs différent, pour un total de 170 M£ (les 15 M£ restants seront alloués en 2015) :

- Development capital (45 M£) : capital-développement pour des PME sous forme d'apports en capitaux propres flexibles et de prêts ;
- Business loan (35 M£) : prêts entre 50.000 £ et 250.000 £ pour des PME en croissance n'ayant pas accès aux financements bancaires ;
- Venture capital (30 M£) : financements pour les PME en phase d'amorçage ;
- Priority sector funds : biomédecine (25 M£), énergie et environnement (20 M£), numérique et créativité (15 M£).

Un autre type de fonds « *evergreen* » a été lancé début juillet par le gouvernement écossais pour un montant de 50 M£. Il s'agit de fonds mis à la disposition d'entreprises par le gouvernement écossais (26 M£) et l'Union européenne ²⁸ (24 M£) en vue d'opérations de régénération urbaine en Ecosse. Les projets financés concernent notamment les transports publics, les aménagements urbains et le logement. Le dispositif fonctionne sur le modèle « *invest now, pay later* », les remboursements étant exigibles seulement si le projet est rentable. L'objectif est de permettre le financement de projets qui ont été gelés par la crise en apportant des financements publics en complément des financements fournis par des institutions financières privées.

Il faut enfin souligner qu'il s'agit là de prêts et non d'investissements en *equity* comme dans le capital-investissement.

²⁶ Créés en 1999, les RDA sont des agences publiques dont la mission est de promouvoir le développement économique régional.
<http://www.englandsrdas.com/>

²⁷ Source : <http://www.telegraph.co.uk/finance/yourbusiness/7827638/Regional-Development-Agencies-make-their-case-ahead-of-cull.html>

²⁸ Le Joint European Support for Sustainable Investment In City Areas (JESSICA) est un dispositif mis en place par la Commission européenne et la Banque européenne d'investissement
<http://www.esep.co.uk/01-esf-jessica.html>

Q6. Quels sont les interlocuteurs idoines que la mission devrait rencontrer en cas de déplacement ?

- *Au niveau de l'Etat : acteurs à l'origine de la définition du soutien public (ex. services fiscaux) ou le mettant en œuvre ;*
- *Au niveau des fonds (ex. association de sociétés de gestion ; principales sociétés de gestion etc.) ;*
- *Au niveau des entreprises investies dans le cadre de dispositifs de soutien public (MEDEF local, etc.)*

- *British Private Equity & Venture Capital Association (BVCA)*
<http://www.bvca.co.uk>

Fondée il y a 25 ans, la British Private Equity & Venture Capital Association (BVCA) représente les intérêts du private equity et du capital-risque au Royaume-Uni. Elle est forte de 450 membres, dont 230 dans le private equity et le capital-risque (qui gèrent collectivement 32 Mds£) et 220 firmes de services financiers (cabinets d'audit, d'avocats, conseillers fiscaux, etc).

- *British Business Angels Association (BBAA)*
<http://www.bbaa.org.uk>

Créée en 2004 avec le soutien du gouvernement, la British Business Angels Association (BBAA) est une association professionnelle qui représente une centaine de membres, dont la majorité des *business angels* du pays ainsi que des cabinets d'audit et d'avocats, des banques, les Agences de développement régional, des universités et des décideurs politiques.

- *the Association of Investment Companies (AIC)*
<http://www.theaic.co.uk>

Créée en 1932, l'AIC est l'association professionnelle qui représente les fonds *close-ended* : trusts d'investissement, sociétés de gestion, Venture Capital Trusts (VCT). Ses membres sont cotés au London Stock Exchange, à l'Alternative Investment Market, sur Euronext ou sur le Channel Islands Stock Exchange.

- *Enterprise Investment Scheme Association (EISA)*
<http://www.eisa.org.uk>

Reconnue par le *Treasury* et HMRC, l'EISA vise à faciliter l'accès aux capitaux pour les PME à travers le dispositif Enterprise Investment Scheme (EIS).

- *National Audit Office*
<http://www.nao.org.uk>

Existant depuis 1983 sous sa forme actuelle, employant 900 personnes, le National Audit Office (NAO) est l'organisme dépendant du Parlement britannique (et donc indépendant du gouvernement) chargé de l'audit des comptes publics.

- *HM Treasury (Ministère des finances)*
<http://www.hm-treasury.gov.uk>

Annexe 1 – Performances des fonds britanniques de capital risque et de private equity (excepté les Venture Capital Trusts)

Current Year and Longer Term Returns - IRR (% pa)

Investment Stage and Subcategories

	No of funds	Ten years	Five years	Three years	2009
Pre-1996 vintage funds*	153	22.2	38.9	74.9	-32.2
1996 vintage funds onwards					
Venture	107	-4.8	-0.8	-2.3	-8.7
pre-2002 vintage funds	43	-7.3	-3.2	-7.4	-18.1
2002 vintage funds onwards	64	n/a	2.3	3.0	-1.2
Small MBO	35	18.3	85.1	16.0	28.1
Mid MBO	131	13.2	24.5	11.2	-3.6
Large MBO	44	15.0	15.9	2.8	2.9
Subtotal 1996 onwards	317	12.8	17.2	4.3	1.2
Grand total all funds	470	13.1	17.3	4.4	1.1
Subcategories (all vintages)					
UK	329	8.8	15.6	3.1	-7.7
Non-UK	141	14.9	17.6	4.6	2.3
Pan-European	135	15.3	18.4	4.7	1.1
Technology	120	-2.9	-0.6	-2.2	-9.8
Non-Technology	350	14.2	18.6	4.7	1.7
Investment Trusts**	21	-1.3	-2.4	-12.7	-25.6

*The time period returns for the pre-1996 vintage funds are shown only in their summary form and should be interpreted with special care. As the majority of these funds have either been wound up or retain only minimal residual values, a small number of positive exit events or write-offs can cause large swings in their short term returns. The weight of money in this group now has little impact on the returns of the total sample.

**Annualised weighted average total net asset value return, calculated by Fundamental Data, www.funddata.com

Vintage Year

	No of funds	Ten years	Five years	Three years	2009
1980-84	13	-28.9	n/a	n/a	n/a
1985-89	68	25.5	5.0	7.5	4.7
1990	13	-7.9	47.8	20.2	-86.7
1991	14	-20.6	n/a	-17.9	n/a
1992	7	29.0	31.4	n/a	n/a
1993	10	6.7	99.0	-58.9	-95.5
1994	19	42.8	1.3	-9.8	-4.2
1995	9	17.1	61.8	n/a	1.0
1996	13	14.1	63.1	117.6	8.4
1997	24	7.7	25.2	41.3	-32.9
1998	16	15.4	29.4	43.0	3.9
1999	24	8.7	23.0	-4.0	-12.5
2000	26	n/a	31.4	13.3	18.6
2001	30	n/a	43.4	18.4	5.6
2002	19	n/a	29.2	16.6	3.5
2003	18	n/a	22.7	10.4	-39.2
2004	9	n/a	36.3	58.2	-10.6
2005	23	n/a	n/a	5.6	17.7
2006	40	n/a	n/a	-12.9	-11.6
2007	38	n/a	n/a	n/a	6.2
2008	20	n/a	n/a	n/a	-9.3
2009	17	n/a	n/a	n/a	n/a
Total	470	13.1	17.3	4.4	1.1

Source : PwC / BVCA (cf note de bas de page n°1)

Annexe 2 - Investissements des pouvoirs publics dans des fonds de capital-risque

The Department's venture capital funds

Scheme name	Objectives	Year commenced	Fund sizes ¹	Government commitment	Maximum investment
UK High Technology Fund²	<ul style="list-style-type: none"> Demonstrate to investors and the venture capital industry that commercial returns can be made on early stage, high technology investments. Attract new institutional investors into the technology sector and encourage their longer term interest. 	2000 – fund-of-funds 2000 – five underlying funds 2001 – three underlying funds 2002 – one underlying fund	£126.1m	£20m	No limit
Regional Venture Capital Funds (RVCFs)	<ul style="list-style-type: none"> Establish a programme of regionally based venture capital funds where the majority of investment is provided by the private sector. Demonstrate to potential investors that commercial returns can be made by funds investing in the equity gap such that future funds could have less Government subordination. Increase risk capital to growing small businesses without displacing other activity in this part of the market. 	2002 – seven funds 2003 – two funds	Individual funds range from £12m-46m Total raised £226.5m	£74.4m	£500,000
Community Development Venture (Bridges) Funds	<ul style="list-style-type: none"> Provide venture capital to commercially viable businesses that operate within or have links to the 25 per cent most under-invested (disadvantaged) areas of England. 	2002 – two funds, A and B	A) £28m B) £12m	A) £14m B) £6m	A) £500,000 B) no limit
Early Growth Funds (EGFs)³	<ul style="list-style-type: none"> Demonstrate to private investors that commercial returns can be achieved by investing in early growth businesses. Encourage risk funding for start-ups or early growth businesses. 	2002 – one fund 2003 – two funds 2004 – three funds	Individual funds range from £3m-£5m Total raised £91m	£26.5m	£100,000
Enterprise Capital Funds (ECFs)	<ul style="list-style-type: none"> Increase flow of new fund managers entering the early stage market. Attract more entrepreneurial investors to the market. Be a self-financing programme over the medium term. 	2006 – five funds 2007 – one fund 2008 – two funds	Individual funds range from £10m-30m Total raised – £205m	£134.5m	£2m
The Aspire Fund	<ul style="list-style-type: none"> Increase the number of successful women led businesses within the UK. Act as beacon to women entrepreneurs, where they can demonstrate high growth potential. Improve linkages between sources of funds and providers of investment readiness support. 	2008 – one fund	£12.5m May raise up to £25m in co-investment	£12.5m	£1m
Capital For Enterprise Fund²	<ul style="list-style-type: none"> Support viable businesses, enable them to raise new long-term finance and take advantage of business opportunities even in difficult trading conditions. Support businesses that find it difficult to finance their current business plans, where the business is over-leveraged. 	2009 – fund-of-funds, two underlying funds	Individual funds £30m plus a co-investment provision of £15m Total raised – £75m	£50m	£2m

Source: National Audit Office

NOTES

- 1 Fund size relates to amounts committed by the Department and other investors or raised through co-investment, and not to current valuation. Co-investment is explained in paragraph 1.10.
- 2 The primary role of a fund-of-funds manager is to invest in other funds offering support to businesses meeting the Department's criteria.
- 3 This Figure and the amounts shown in paragraph 3 exclude a hybrid Early Growth Fund which incorporates debt and equity options to which the Government has committed £5 million.

Annexe 3 – Comparaison entre les dispositifs Enterprise Investment Scheme et Venture Capital Trusts

	VCTs	EIS
Income tax relief	30%	20%
Capital gains deferral	Nil	up to 28% *
IHT free	N	Y
Tax free exit	Y	Y/N **
Tax free dividends	Y	N
Limits 2009/10	£200,000	£500,000
Minimum Holding Period	5 years	3 years (2 yrs for IHT)

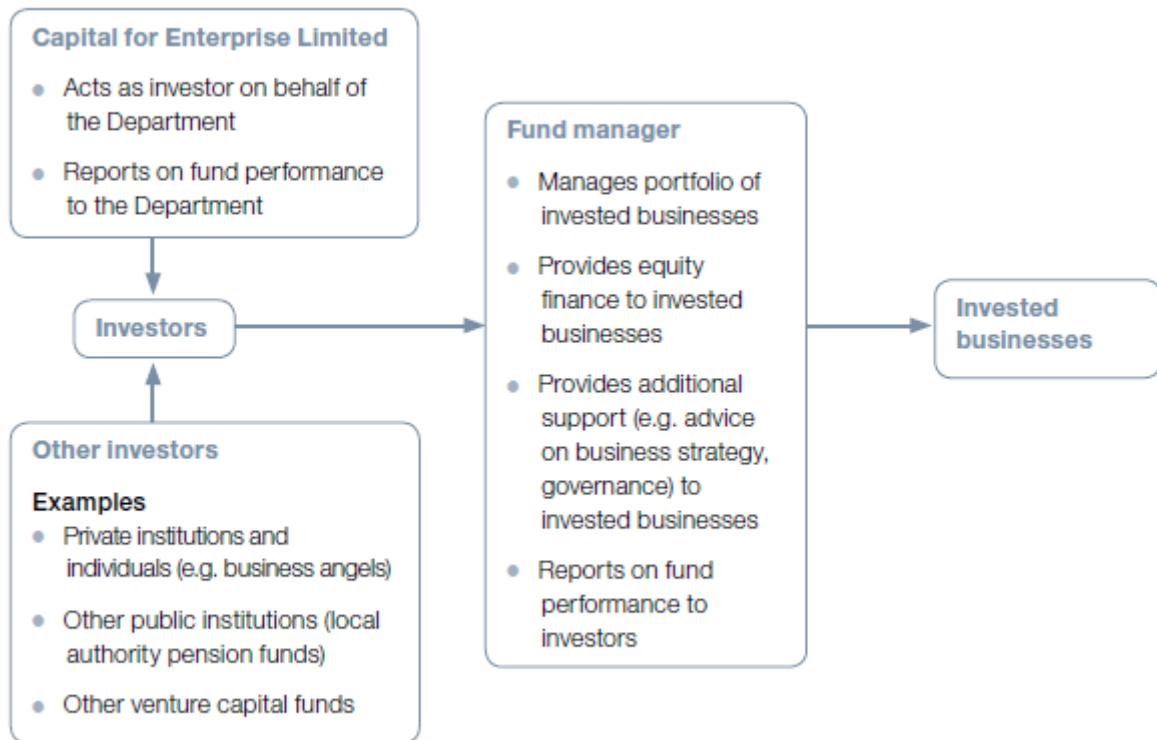
* The rate of deferral may be as high as 40% for gains prior to 6 April 2008 reinvested within three years. It may also result in an overall tax saving if the deferred gain falls in after 5 April 2008 at a rate of 18%.

** There is no tax free exit for shares for which EIS deferral relief only was claimed.

Source : www.eisa.org.uk

Annexe 4 - Schéma de l'investissement public dans des fonds de capital-risque

Government venture capital intervention roles and responsibilities



Source: National Audit Office analysis, Department's Enterprise Strategy

SUEDE

Q1. Comment évoluent les marchés du capital-risque et du capital-développement depuis 2005 ?

Le marché suédois du private equity était déjà très mûr en 2005, avec des acteurs majeurs en place depuis la fin des années 80 ou le tout début des années 90 et qui ont réalisé des parcours extraordinairement réussis (les trois plus gros : le géant EQT, lié à la sphère Wallenberg, qui gère plus de 10 Mds€, suivi de Industri Kapital Investment Partners et Nordic Capital, tous spécialisés dans les LBO), un écosystème complet (banques disposées à financer des opérations à effet de levier, avocats d'affaires, cabinets comptables, fiscalistes, etc) et un environnement favorable aux opérations (vanté voici quelques temps dans un article du FT) avec des règles simples, des coûts de transactions raisonnables et un cadre légal et jurisprudentiel prévisible.

Depuis 2005, quelques nouveaux acteurs ont fait leur entrée, principalement sur les rachats à effet de levier de petite taille. Le secteur des LBO est resté très actif et performant tandis que le capital-risque (venture capital) rencontre de réelles difficultés.

Il est important de toujours garder présent à l'esprit qu'en Suède le secteur du capital risque et des rachats à effet de levier est une création spontanée du marché et qu'il n'y a jamais eu d'incitation fiscale.

En particulier :

- Principales caractéristiques des fonds (durée de vie, durée des investissements, taille moyenne des fonds, ticket moyen des investissements...)

Durée de vie : généralement 10 ans +/- 1 an

Durée des investissements : entre 3 et 7 ans

Taille moyenne des fonds : difficile à déterminer ; les plus gros fonds de LBO peuvent atteindre 2 Mds€ (exemple : IK Investment Partners a levé 1,7 Md€ en 2007 pour son fonds IK2007), mais il existe aussi de petits fonds de LBO qui recueillent une centaine de millions d'€. Ces chiffres s'entendent des souscriptions recueillies auprès des investisseurs, donc avant composante d'endettement bancaire.

Les fonds de capital-risque et de capital-développement sont aussi de tailles très variables, certains parmi les plus petits ont recueilli autour de 11 M€, et à l'autre extrémité du spectre Northzone Ventures, spécialisé dans les TICs, gère un total de l'ordre de 320 M€ et a levé 175 M€ dans une opération record en avril 2006 pour son fonds Northzone Ventures V.

Dans le domaine des sciences de la vie et des biotechnologies, les fonds HealthCap gèrent environ 750 M€ au total.

La sphère Wallenberg dispose également d'un instrument de capital-risque, avec Investor Growth Capital, qui a investi plus de 750 M€ au total, principalement dans les secteurs IT et médical-biotechnologies.

Industrifonden est un instrument de capital-risque et de capital-développement à capitaux publics qui gère environ 350 M€ et accompagne des sociétés suédoises à fort potentiel de développement international dans les domaines IT, sciences de la vie, industrie et technologies propres. Industrifonden est un fonds « evergreen » donc sans horizon de sortie impératif pour ses investissements, ce qui lui permet d'adopter une approche à long terme véritable. Ses concours financiers peuvent prendre la forme de fonds propres, de prêts ou de garanties et Industrifonden apporte une assistance en termes de gestion et de réseaux relationnels.

Un autre véhicule de capital-risque « evergreen » est SEB Venture Capital, filiale de la banque du groupe Wallenberg, qui gère quelque 250 M€ et investit dans les secteurs technologies, sciences de la vie et industrie.

Taille moyenne des investissements : pour les fonds de capital-risque et de capital-développement, la taille des investissements initiaux se situe entre 200.000€ et 500.000€ pour les plus petits et peut atteindre jusqu'à 30 M€ pour le plus gros acteur Investor Growth Capital.

Pour les fonds de LBO, la taille unitaire des investissements est comprise entre moins d'un million et plusieurs centaines de millions voire 500 M€ pour le numéro un EQT et pour le numéro six coté en bourse Ratos.

- Dans le cas où le grand public joue un rôle dans le secteur, via la détention de parts dans des fonds intermédiés, quelle est la répartition des investissements annuels entre les fonds institutionnels et les fonds grand public ?

Le grand public n'investit guère dans le secteur du non coté. Il y a quelques placements privés dans des fonds de capital amorçage (business angels, parfois sous forme de fonds de fonds). Une exception notable cependant, tous les individus peuvent commodément investir dans une holding cotée en bourse et qui se spécialise dans les LBO, Ratos AB, et jouit d'une excellente réputation dans son activité de LBO en Suède où elle se situe au 6^{ème} rang en termes de montant des fonds gérés.

- Montants levés chaque année, pour chacun des segments du capital-risque et du capital-développement (cf. annexe et typologie de l'AFIC)

Seule est disponible une répartition entre capital-risque (venture) et capital développement (buyouts).

Fonds levés par le secteur du non coté en Suède, répartis entre venture (capital-risque) et buyout (transmission), 2005-2009 (M€)

	2005	2006	2007	2008	2009
Venture	430	640	436	176	193
Buyout	1417	9155	3545	7960	163
Total	1847	9795	3981	8136	356

- Montants investis chaque année, pour chacun de ces segments

Montants investis en Suède par le secteur du non coté, répartis entre venture (capital-risque) et buyout (transmission), 2005-2009 (M€)

	2005	2006	2007	2008	2009
Venture	233	442	430	604	281
Buyout	1394	1755	2386	1970	840
Total	1627	2197	2816	2574	1121

Détail pour le secteur du capital-risque, 2005-2009

(M€)

	2005	2006	2007	2008	2009
Amorçage	9	8	20	26	7
Création	87	134	137	217	138
Post-création et Expansion	137	300	273	361	137
Total	233	442	430	604	281

- Performances financières des fonds

La performance agrégée des fonds investissant dans le non coté atteint 29,7% pour le TRI sur 20 ans selon l'association professionnelle suédoise des gestionnaire de capital-risque et de private equity; ce TRI remarquable reflète des évolutions très différenciées entre les secteurs capital-risque et buyouts : les fonds de buyout sont apparus dès la fin des années 80 et représentent plus de 80% de l'encours total des montants levés ; leur performance annuelle aura été de l'ordre de 35%. Les fonds levés dans le domaine du capital risque sont beaucoup plus récents et leur performance moyenne est proche de zéro, en partie, mais pas seulement, à cause d'un facteur millésime qui tient au fait que beaucoup de ces fonds ont été levés à la fin des années 90 au plus fort de la bulle des TIC.

Q2. Le cas échéant, quels sont les dispositifs publics d'aide ou de soutien au capital-investissement ?

En particulier :

- ***Quelle est leur nature (fiscale/non fiscale) ?***

- o ***non fiscale : description des acteurs publics et type d'aide : subventions, avances, prêts, garanties d'investissement etc... ;***

Un groupe de travail sur le financement des entreprises suédoises a été constitué à la demande de la ministre des affaires économiques et vice-première ministre Maud Olofsson. Présidé par Jan-Olle Folkesson, le groupe a intitulé son rapport « Les innovations et l'entreprenariat – le futur de la Suède » (2008).

Le dispositif de soutien public à l'innovation et à la création et au développement des TPE et PME en Suède est relativement complexe, avec un assez grand nombre d'intervenants et d'évidents problèmes de taille critique pour nombre de ces intervenants et des risques élevés de saupoudrage des aides.

Le principal acteur public est ALMI Företagspartner AB, créé en 1994 par regroupement de fondations régionales et qui en 2007 a accordé 156 M€ de prêts et garanties et 2 M€ de subventions.

Vinnova, l'agence pour les systèmes d'innovation créée en 2001, a accordé 14 M€ de subventions en 2007.

Innovationsbron, créé en 2005, a accordé 20 M€ de concours en 2007, dont 6 M aux incubateurs, 4 M sous forme d'investissements, 3 M de subventions, 3 M de prêts et 4 M€ d'autres formes de soutien.

Norlandsfonden, fondation créée en 1961 pour soutenir le tissu d'entreprises dans la moitié nord du pays, a accordé 28 M€ de prêt et garanties en 2007.

Enfin, Industrifonden déjà cité plus haut, créé sous forme de fondation publique en 1979 a durant son exercice 2007/2008 accordé 22 M€ de prêts et réalisé 20 M€ d'investissements.

A signaler aussi que pour aider les entreprises du secteur automobile à traverser la crise de fin 2008 et 2009, le gouvernement suédois a mis en place un dispositif fondé sur trois piliers : enveloppe de garanties de prêts de la BEI à hauteur de 2 Md€ (dont ont bénéficié les deux constructeurs de poids lourds Volvo AB et Scania et finalement aussi SAAB Automobiles), création d'une structure dotée de 300 M€ destinée à financer gratuitement des projets de R&D durables du point de vue de

l'environnement et création d'un guichet de prêts d'urgence de 500 M€ pour les PME sous-traitantes en difficultés mais viables – ces deux derniers guichets n'ont presque pas fonctionné car ils ont été mis en place avec grand retard (Fourrier Transform) ou étaient mal conçus dès le départ (les prêts d'urgence devaient être remboursés au bout de 6 mois seulement).

- *fiscale : modalités et champs d'application précis de l'avantage fiscal, référence des textes relatifs à ces dispositifs fiscaux. Plus particulièrement :*
 - *dans quel type de cible (ie. entreprises innovantes, PME etc .) ;*
 - *selon quelles conditions (durée de détention des parts, délais d'investissement etc.) ;*
 - *pour quel type d'avantage fiscal (montant annuel moyen pour le souscripteur)?*

Il n'y a pas et il n'y a jamais eu en Suède aucune forme d'incitation fiscale pour les particuliers à investir dans les entreprises non cotées, qu'il s'agisse de l'impôt sur le revenu ou de l'impôt sur la fortune (on rappelle que ce dernier a été aboli par la coalition de centre droit de Fredrik Reinfeldt dès son arrivée au pouvoir fin 2006).

- *Quel est le montant qui est consacré annuellement à ces dispositifs depuis 2000 ?*

Cf. ci-dessus les données disponibles pour l'année 2007 sur les aides non fiscales. Des recherches approfondies seraient nécessaires pour obtenir les chiffres annuels depuis 2000.

- *Ces dispositifs bénéficient-ils au grand public ou à des professionnels ?*

Les aides sont uniquement ciblées sur les entreprises (Cf. supra).

- *Quel(s) segment(s) de l'industrie du capital-investissement est (sont) aidé(s) (capital-risque ; capital-développement ; capital transmission ; capital retournement) ? (cf. annexe et typologie de l'AFIC)*

ND.

Q3. Existe-t-il des études sur l'efficacité socio-économique de ces dispositifs publics ?

- *Dans l'affirmative :*
- *Quel est le coût annuel de chacun des types d'incitation ?*
- *Le cas échéant, quelle est la performance financière globale des fonds d'investissement fiscalement aidés, avec, si possible, une comparaison avec des fonds comparables ne faisant pas l'objet d'une incitation fiscale ?*
- *Quel est l'impact économique des incitations ? (les entreprises investies connaissent-elles une plus forte croissance de chiffre d'affaires, d'effectifs et d'ouverture à l'international que les entreprises non investies d'une part et les entreprises investies sans incitation d'autre part ?)*
- *L'impact sur le développement de l'innovation est-il mesuré ?*

La seule étude spécifique sur la Suède est le rapport Folkesson précité.

A signaler également le livre de Josh Lerner sur l'efficacité des soutiens publics dans le monde entier et intitulé « The boulevard of broken dreams ».

Q4. Les dispositifs publics de soutien au capital-risque et au capital-développement ont-ils récemment évolué, ou est-il question de les faire évoluer ?

- *En particulier, des déviations par rapport à l'objectif initial de politique publique ou des abus de la part des bénéficiaires (intermédiaires ou finaux) ont-ils pu être constatés du fait du paramétrage des soutiens publics ?*
- *Quelles évolutions de ces dispositifs ont-elles été prévues pour corriger des déviations ou abus ?*

La directrice générale de l'association professionnelle suédoise des gestionnaires de capital-risque et de private equity indique que la suppression de l'impôt sur la fortune fin 2006 s'est traduite par un nombre tout à fait significatif d'appels de suédois expatriés pour cause fiscale (le plus souvent au Royaume-Uni) qui souhaitent se renseigner sur les opportunités d'investissement en Suède dans le secteur du non coté.

La thématique de l'encouragement des investissements des particuliers dans le secteur du non coté et particulièrement du capital-risque est dans le débat technique et pourrait donner lieu à des mesures en fonction des résultats des élections générales du 19 septembre 2010.

Les deux axes de réflexion sont la création de fonds de fonds pour les particuliers et une incitation fiscale pour les particuliers (« riskkapitalavdrag »).

Toutefois, l'état des débats traduit largement l'implication des groupes d'intérêts et l'accueil ouvert du ministère des affaires économiques à leurs propositions mais il n'est nullement certain que de telles propositions aboutissent même en cas de reconduite de la coalition de centre-droit, car le ministre des finances actuel Anders Borg, homme de confiance du premier ministre Fredrik Reinfeldt, est extrêmement rigoureux et très suspicieux sur les concepts de dépense fiscale et de niches fiscales.

Il est cependant clair que se pose en Suède aussi un réel problème de financement des jeunes pousses et que le dispositif actuel d'aide aux très jeunes entreprises et aux PME innovantes n'apporte pas toutes les réponses souhaitables ; à tout le moins il doit être rationalisé.

Q5. Hormis le soutien au capital-investissement, existe-t-il d'autres outils d'aide à l'augmentation des fonds propres des entreprises innovantes et des PME (notamment des PME régionales) ?

Dans l'affirmative :

- *Quels sont ces dispositifs ?*
- *Quelle masse financière représentent-ils ?*
- *Leur efficacité a-t-elle été évaluée (notamment par rapport au capital-investissement) ?*

Cf. réponse à la question 2.

En outre, la plupart des fonds de réserve publics des retraites (« AP Fonder ») investissent une partie de leurs actifs dans le secteur du non coté (jusqu'à 5%) mais essentiellement sur des entreprises existantes ayant déjà atteint une certaine taille. Quelques compagnies d'assurances investissent également dans le non coté (Skandia, Landsförsäkringar).

Q6. Quels sont les interlocuteurs idoines que la mission devrait rencontrer en cas de déplacement ?

- *Au niveau de l'Etat : acteurs à l'origine de la définition du soutien public (ex. services fiscaux) ou le mettant en œuvre ;*
- *Au niveau des fonds (ex. association de sociétés de gestion ; principales sociétés de gestion etc.) ;*
- *Au niveau des entreprises investies dans le cadre de dispositifs de soutien public (MEDEF local, etc.).*

Sans objet, il n'est pas prévu de mission à Stockholm.

ANNEXE VI

Liste des personnes rencontrées

1. Parlementaires

Philippe Adnot, sénateur de l'Aube

Jean Arthuis, sénateur de la Mayenne, président de la Commission des finances

Michel Bouvard, député de Savoie, président de la Commission de surveillance de la Caisse des dépôts et consignations (CDC)

2. Cabinets

2.1. Présidence de la République

Emmanuel Moulin, conseiller économie

2.2. Premier ministre

Corso Bavagnoli, conseiller pour les affaires économiques et financières

Christophe Pourreau, conseiller technique fiscalité et prélèvements obligatoires

Romain Launay, conseiller technique financement des entreprises, services, artisanat, concurrence et tourisme

2.3. Ministères en charge de l'économie et des finances

Blaise-Philippe Chaumont, conseiller fiscal

Arnaud Pecker, conseiller

Florent Tournois, conseiller technique (secrétariat d'État chargé du commerce, de l'artisanat, des PME, du tourisme, des services et de la consommation)

Thierry Viu, conseiller technique

3. Ministère de l'économie, de l'industrie et de l'emploi

3.1. Direction générale du Trésor

Ramon Fernandez, directeur général du Trésor

Hervé de Villeroché, chef du service du financement de l'économie

Etienne Oudot de Dainville, sous-directeur, financement des entreprises et marché financier

Paul Esmein, chef du bureau des entreprises et intermédiaires d'assurance

Thomas Lambert, chef du bureau épargne et marché financier

Emmanuel Massé, chef du pôle analyse économique du secteur financier

Antoine Saintoyant, chef du bureau banques et établissement de crédit

Thomas Boisson, adjoint au chef de bureau financement et développement des entreprises

Annexe VI

Oliver Genain, adjoint au chef de bureau financement et développement des entreprises
François-Xavier Le Bras, adjoint au chef du bureau banques et établissement de crédit
Brice Masselot, adjoint au chef de bureau épargne et marché financier
Baptiste Thornary, adjoint au chef du pôle analyse économique du secteur financier

3.2. Direction de la législation fiscale (DLF)

Marie-Christine Lepetit, directrice de la législation fiscale
Charlotte Chevalier, chef du bureau A
Florence Lerat, chef du bureau C2
Christelle Dagorn-Guinard, inspectrice principale des impôts, bureau C2
Emmanuelle Perrier-Rosier, rédactrice, bureau A
Stéphanie Tesson, inspectrice des impôts, bureau C2

3.3. Direction générale de la compétitivité, de l'industrie et des services

Alain Schmitt, chef du service de la Compétitivité et du développement des PME
Romain Beaume, chef du bureau Politiques d'innovation et de technologie
Gaëtan Rudant, chef de bureau Compétitivité et développement des entreprises

4. Ministère du budget, des comptes publics et de la réforme de l'État

4.1. Direction générale des finances publiques (DGFIP)

4.1.1. Sous-direction du contrôle fiscal

Jean-Louis Gautier, sous-directeur
Gradzig El Karoui, chef du bureau des affaires particulières et des affaires pénales

4.1.2. Bureau de l'agrément fiscal

Philippe Laussucq, chef du bureau agréments et rescrits

4.1.3. Sous-direction des missions foncières, de la fiscalité du patrimoine et des statistiques

Thierry Dufant, sous-directeur
Hélène Poncet, chef du bureau études et statistiques fiscales
Laurence Pérot, adjointe au chef de bureau études et statistiques fiscales

Annexe VI

4.1.4. Directions des services fiscaux – Paris nord

Eliane Giraud, directrice départementale

Geneviève Gallion, chef de service comptable, SIE Europe Haussmann

Gérard Sibileau, chef de service comptable, Paris 8^{ème} Champs Elysées

Jean-Claude Béringer, responsable du pôle contrôle – expertise Champs Elysées

René Ponzio, adjoint SIE Champs Elysées

Paule Iappini, responsable du pôle contrôle – expertise Roule Artois

Pierre Rambaud, adjoint SIE Roule Artois

4.1.5. Directions des services fiscaux – Paris ouest

Renzo Celante, directeur départemental

5. Banque de France

Yves Nachbaur, directeur de la direction des entreprises

Elizabeth Kremp, responsable de l'observatoire des entreprises

6. Médiation du crédit aux entreprises

Gérard Rameix, médiateur national

Thomas Carbonel, médiateur délégué

7. CDC Entreprises

Pascal Lagarde, directeur général de CDC Entreprises

Daniel Balmisse, directeur général délégué de CDC Entreprises – fonds de fonds nationaux

Isabelle Bébéar, directeur général délégué CDC Entreprises – fonds de fonds régionaux

Véronique Jacq, directeur général délégué CDC Entreprises – nouveaux développements

Christian Leonetti, directeur d'investissements

8. Oséo

8.1. Direction nationale

Arnaud Caudoux, directeur général délégué

Laure Reinhart, directeur général délégué

Jérôme Barel, chef de projet Oséo capital PME

Dominique Chapard, direction de l'expertise

Annie Geay, direction de l'innovation

Annexe VI

Olivier Lacroux, responsable fonds propres, Oséo garantie

Laurence Tassone, responsable d'études statistiques, direction de l'évaluation et des études économiques

8.2. Directions régionales

Patrick Baudry, directeur régional adjoint (direction Ile-de-France)

Dominique Caignart, directeur du réseau (direction Ile-de-France)

Marie-Christine Delias, chargé d'affaires innovation (direction Grand Rhône)

Philippe Koch, directeur régional adjoint innovation (direction Alpes)

Christophe Langlet, directeur régional adjoint (direction Alsace)

Caroline Mertens, chargée d'affaires innovation (direction Ile-de-France)

Nathalie Mirablon, chargée d'affaires innovation (direction Ile-de-France)

Bernard Nicaise, directeur régional (direction Alsace)

Claude Sabatin, délégué innovation (direction Grand Rhône)

Alban Stamm, chargé d'affaires (direction Alsace)

Eric Verkant, directeur régional adjoint (direction Ile-de-France)

Alain Xayaphoummine, chargé d'affaires (direction Alsace)

9. Autorités de supervision

9.1. Autorité de contrôle prudentiel (ACP)

Didier Elbaum, secrétaire général adjoint

Cyril Roux, secrétaire général adjoint

9.2. Autorité des marchés financiers (AMF)

Naïma Asmane, responsable de département, service du contrôle des prestataires et des infrastructures de marché

Patrice Bergé-Vincent, département régulation de la gestion d'actifs – direction de la régulation

Marc Laglace, responsable pôle organismes et placements collectifs

Julie Moroy, chargée de mission service des prestataires et des produits d'épargne

Gaëtan Parchliniak, chargé de mission, département régulation de la gestion d'actifs – direction de la régulation

Caroline Pradeau, chargée de mission, service des prestataires et des produits d'épargne

10. Alternext

Xavier Bommart, head of business development / listing

Stéphane Laskart, senior development manager / listing

11. Représentants des sociétés d'investissement et des holdings

11.1. Association française de la gestion financière (AFG)

Pierre-Henri de la Porte du Theil, président

Pierre Bollon, délégué général

Laure Delahousse, directrice gestion d'actifs et vie des acteurs

Audrey Hyvernât, responsable capital investissement

11.2. Association française des investisseurs en capital (AFIC)

Jean-Louis de Bernardy-Sigoyer, président

Hervé Schricke, président

Chloé Magnier, directrice des études économiques et statistiques

Christine Martins-Pinto, directrice des affaires juridiques et fiscales

Céline Palluat de Besset, chargée d'études

11.3. Association nationale des holdings (ANH)

Emmanuel Gaudé, président

Arnaud Delattre

11.4. France Angels

Philippe Gluntz, président

Nicolas Fritz, délégué général

11.5. Union Nationale des Investisseurs en Capital pour les Entreprises Régionales (UNICER)

Antoine Harleaux, président

11.6. Représentants des sociétés d'assurance

Jean-François Lequoy, délégué général, Fédération française des sociétés d'assurance

Bertrand Labilloy, directeur affaires économiques et financières internationales, Fédération française des sociétés d'assurance

12. Sociétés de gestion

12.1. 123 Venture

Olivier Goy, président directeur général

12.2. Allianz – AGF Private Equity

Christophe Bavière, président du directoire
Matthieu Baret, partner
Benoist Grossmann, managing director

12.3. Apax Partners

Eddie Misrahi, président
Claude Rosevègue, directeur associé

12.4. Axa Private Equity

Jérémie Delecourt, directeur
Laurent Foata, directeur, fonds d'innovation et croissance

12.5. Barclays Private Equity

Gonzague de Blignières, président

12.6. Crédit agricole Private Equity

Antoine Colboc, responsable de l'activité capital risque

12.7. Demeter

Olivier Dupont, président du directoire

12.8. Elaia Partners

Marie Ekeland, *partner*

12.9. Entrepreneur Venture

Alain Beaulac, associé
Patrick Burel, directeur du développement
Christiane Gamblin, directeur administratif et financier
Frédéric Zablocki, associé

12.10. FaDièse

Isabelle de Baillenx, présidente

12.11. Financière Boscary

Jean-Philippe Gallant, vice-président

12.12. I-Source

Eric Harlé, *managing partner*
Jean-Philippe Zoghbi, secrétaire général

12.13. Newfund

Francois Véron, président

12.14. Odysée Venture

Mathier Boillet, président

12.15. OTC Asset Management

Jean-Marc Palhon, directeur général

12.16. Seventure

Jean-Patrick Demonsang, président du directoire
Sylvie Padrazzi, secrétaire générale

12.17. Sigma Gestion

Emmanuel Simonneau, directeur des participations

12.18. Sofinnova Partners

Denis Lucquin, *managing partner*
Monique Saulnier, *managing partner*
Olivier Sichel, *managing partner*

12.19. Siparex

Denis Rodarie, membre du directoire

12.20. Techfund

Jean-Michel Barbier, *managing partner*

12.21. Territoires & croissance

Alain Talib, président

12.22. Turenne Capital

François Lombard, président directeur général

Pierre Prebet, directeur du développement

12.23. X-Ange

Hervé Schricke, président du directoire

13. Holdings ISF

13.1. 123 Venture

Olivier Goy, président directeur général

13.2. Audacia

Alexis Dyèvre, directeur général

Nicolas Mulle, directeur d'investissement

13.3. Finaréa

Christian Fleuret, président

13.4. Financière Boscary

Christian Maugey, président directeur général

13.5. Financière d'Uzès

Dominique Goirand, président directeur général

Philippe Julliard, directeur général délégué

Bruno Pierard, directeur général délégué

13.6. Partech International

Jean-Marc Patouillaud, managing partner

Puyu Li, directrice financière

13.7. Succès Europe (Sofia Business Angels)

Candace Johnson, président du conseil d'administration

Jean Mourain, membre du comité d'investissement

13.8. Starinvest Groupe

Laurent Ghelfi, président

13.9. Starquest Capital

Emmanuel Gaudé, associé

13.10. Truffle

Philippe Pouletty, associé

14. Acteurs du capital-investissement régional

Jean-Luc Dimarcq, directeur de Semia, incubateur d'Alsace

Xavier Ferry, chargé d'affaire Alsace Création

Thomas Galloro, président du directoire, IDF Capital

Stéphane Giboudaud, responsable du service développement des entreprises et des territoires, Conseil régional Rhône-Alpes

Jean-François Jacquemin, directeur du développement économique, Région Alsace

Evelyne Katz, directrice générale d'Alsace Création

Arnaud Pelloquin, chargé d'affaires et responsable du pôle « créateurs », Scientipôle initiative (association membre de France initiative)

15. Entreprises

15.1. Organisations professionnelles

Fabrice Henry, co-président de la commission création et financement, Croissance Plus

Sophie Mouquet, chargée de mission, Croissance Plus

Alexia Robinet, chargée de mission, Croissance Plus

Pascal Labet, directeur des affaires économiques, CGPME

15.2. Entrepreneurs

Mark Bloomfield, président directeur général de Polyplus Transfection

Jean-Pascal Bost, directeur financier de Crocus Technology

Arnaud Brisard, directeur général de SpineVision

Annexe VI

Alexandre de Chavagnac, directeur général de Tedemis
Thierry Chevalier, président de Technosens
Yves Dambach, président directeur général de KTM Advance
François Gir, directeur administratif et financier de Wex Pay
Pierre-Olivier Goineau, directeur général de EryTech Pharma
Jean-Claude Heitzler, directeur général de Cooltech Applications
Fabrice Henry, directeur général de Bien Servi
Michel Lallement, président de Flying Robots
Pascal Neuville, directeur général de Domain Therapeutics
Xavier Pellet, directeur général de Behring
Frédéric Perraud, directeur général de Polyplus Transfection
François Petavy, président directeur général de Eyeka
Dan Serfaty, directeur général de Viadeo
Jan G. Zizka, président de Wex Pay

16. Personnes rencontrées lors du déplacement de la mission en Grande-Bretagne

16.1. Administrations

Mike Crabtree, Head of Growth and Investment Branch, HM Treasury
David Harris, Senior Policy Advisor, CT & VAT Products & Process Group, HM Revenue & Customs
James Perry, Policy Analyst “Growth and Enterprise Tax Schemes”, HM Treasury
Kathryn Robertson, Technical Advisor for Venture Capital Schemes, HM Revenue & Customs
Des Ryan, Reliefs, Incentives and Capital Allowances, HM Revenue & Customs

16.2. Représentants de l'industrie du capital-investissement

Tim Bradshaw, Head of Enterprise and Innovation, Economics and Enterprise Directorate, CBI (Confederation of British Industry)
Colin Ellis, Chief Economist and Head of Research, BVCA (The British Private Equity and Venture Capital Association)
Philip Hare, Senior Manager – Tax, PriceWaterHouseCoopers
Paul McCartney, Private Equity-Tax team, KPMG
Susan Phillips, Director General, EISA (Enterprise Investment Scheme Association)
Patrick Reeve, Managing Partner, Albion Ventures
Professor Russel Griggs
Jenny Tooth, Director, Angel Capital Group

17. Économistes

Jean-Hervé Lorenzi, professeur à l'université Paris-Dauphine, conseiller du directoire de la Compagnie Financière Edmond de Rothschild

David Thesmar, professeur à HEC, membre du Conseil d'analyse économique

18. Autres

Christophe Chausson, *managing partner* Chausson Finance

Gilles Duruflé, CFA, *Venture capital strategic consulting international development*

Henri de l'Espinay, directeur général de la CCI de la Vendée

Daniel Karyotis, président du directoire de la Banque Palatine

Philippe Maestripiéri, directeur adjoint de la CCI de la Vendée

Yannick Petit, président directeur général, Allegra Finance

Cédric Pouzet, directeur général délégué, Arkéon Finance

Guy Roulin, avocat associé, Fidal

Daniel Schmidt, avocat à la Cour, Proskauer

Robert de Vogüé, président, Arkéon Finance

ANNEXE VII

Lettre de mission

LE MINISTRE

Paris, le 24 MAI 2010

A

Monsieur le Chef du service
de l'inspection générale des finances

Plusieurs dispositifs d'investissement intermédié dans les entreprises non cotées permettent d'obtenir un avantage fiscal sous forme d'exonération ou de réduction d'impôt sur les sociétés, d'impôt sur le revenu ou d'impôt de solidarité sur la fortune. Certains d'entre eux, bénéficiant sous forme de réduction d'impôt sur le revenu aux souscripteurs de parts de fonds d'investissement de proximité (FIP) et de fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI), dits « Madelin », arrivent à échéance fin 2010.

Dans cette perspective, il semble opportun de dresser le bilan de leur efficacité, en particulier pour le financement de l'économie, et d'examiner le bien-fondé de l'avantage fiscal ou l'opportunité d'une réorientation éventuelle.

Je souhaite en conséquence que l'inspection générale des finances mène une mission sur les soutiens publics au secteur du capital investissement en France.

Sans s'interdire de prendre en compte les soutiens apportés directement sous forme d'investissement en fonds propres dans les entreprises, la mission concentrera ses efforts d'analyse sur les outils de nature fiscale.

En premier lieu, la mission pourra se pencher sur la contribution des instruments de capital investissement au financement des entreprises.

L'analyse pourra, d'une part, porter sur l'offre. Elle examinera notamment l'orientation des financements (par exemple, par secteur et en fonction du stade de développement des entreprises cibles), la portée exacte d'éventuelles pratiques contestables, le respect de l'intention du législateur et l'existence de perspectives réelles de sortie des investissements ainsi soutenus vers le secteur privé.

Elle pourra, d'autre part, porter sur la demande et l'évaluation des besoins de financement, en lien avec les besoins de fonds propres des entreprises non cotées, petites et moyennes, dans la perspective de la sortie de crise, mais aussi avec les évolutions prudentielles en matière assurantielle et bancaire.

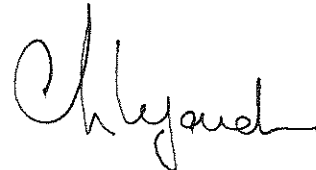
En deuxième lieu, la mission pourra analyser l'efficacité des outils fiscaux (impôt sur le revenu et impôt de solidarité sur la fortune) destinés à encourager l'investissement des personnes physiques dans le capital investissement. Elle examinera le coût budgétaire de l'avantage fiscal ainsi que la pertinence des conditionnalités fiscales (en particulier le traitement spécifique des entreprises innovantes), compte tenu des effets négatifs éventuellement mis en évidence. Une attention particulière pourra être portée aux dispositifs bénéficiant aux FIP et FCPI, dont les régimes fiscaux arrivent à échéance fin 2010.

En troisième lieu, la mission mesurera l'impact des soutiens publics au secteur du capital risque, en particulier de nature fiscale, sur la diffusion de l'innovation et la création d'emploi des PME en France. La mission formulera en particulier un diagnostic sur l'adaptation des avantages fiscaux aux défaillances de marché identifiées au sein du secteur du capital investissement. Il s'agira en particulier de vérifier si le soutien public répond de manière efficace et proportionnée à ces défaillances et de proposer d'éventuelles pistes d'amélioration.

Pour ses travaux, il serait utile que la mission puisse se rapprocher de l'Autorité des marchés financiers et consulter les organisations professionnelles et les différents acteurs publics intervenant sous forme d'investissement en fonds propres dans les entreprises non cotées.

La mission pourra s'appuyer sur la direction générale du Trésor et la direction de la législation fiscale.

La mission me rendra compte de ses conclusions en juillet 2010.



Christine Lagarde