

INVESTISSEMENT

RÉDUCTION D'IMPÔTS ET *PRIVATE EQUITY*: LES LIAISONS DANGEREUSES



Cyril Demaria*

Enseignant à l'Essca, gestionnaire du fonds non coté Pilot Fish

Être *business angel* et investir dans les entreprises non cotées ne peut s'improviser à l'occasion d'un avantage fiscal. Ainsi les mesures récentes facilitant les prises de participations non cotées des particuliers risquent de se révéler peu efficaces pour les finances publiques et les investisseurs.

Après la bulle de la dette, celle du capital? Avec une louable bonne intention, le législateur a tâché d'organiser la rencontre des entreprises non cotées en mal de capital et des individus disposant d'un patrimoine souhaitant les soutenir. Il en a résulté deux lois permettant aux particuliers de réduire leur impôt sur le revenu ou de solidarité sur la fortune en contrepartie de prises de participations non cotées directes ou indirectes (via des FCPI, FIP ou *holding*). Malheureusement, le bât fiscal blesse non seulement les finances publiques, mais aussi les investisseurs.

DES FONDS PARTIELLEMENT DÉPLOYÉS

Tout d'abord, les particuliers-investisseurs peinent à déployer leur épargne défiscalisée. Ainsi, les fonds n'ont déployé que 16 % des sommes collectées par ce mécanisme. 300 millions restent encore à investir sur 1,16 milliard d'euros collectés. Ce n'est guère surprenant si l'on en juge par les montants engagés l'an dernier par les fonds de *private equity* français : environ 10 milliards d'euros et si l'on exclut les gros et mega LBO, le total est de 5,5 milliards d'euros (d'après l'Association française des investisseurs en capital). Cela signifie que l'apport de capitaux imprévus est de 20 % du total investi par les professionnels du non coté en France, dans un marché déjà bien financé face à ses homologues européens.

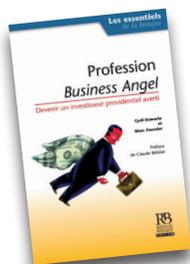
HAUSSE DES VALORISATIONS PRÉJUDICIALE

Les conséquences de cet afflux subit de capital sont doubles. Tout d'abord, il implique une hausse substantielle de la valorisation des opportunités d'investissement. Depuis plusieurs années, les FIP, les FCPI et les FCPR

chassent régulièrement les mêmes cibles d'investissement (encadré 1). L'afflux d'investisseurs dopés par des abattements fiscaux ne peut qu'accentuer la hausse des valorisations (encadré 2). Les performances très médiocres des FCPI, pourtant dans une situation historiquement beaucoup moins concurrentielle que celle des particuliers-investisseurs, incitent à une très grande prudence sur la performance des investissements actuels et ce malgré la carotte fiscale. Ceci pourrait être contrebalancé par une négociation habile des droits attachés aux prises de participation, mais c'est loin d'être le cas.

DÉGRADATION DES PROCESSUS D'INVESTISSEMENT

Ensuite, l'afflux de capitaux privés dégrade la qualité de processus d'investissement. À la différence d'un investissement en FCPI, qui est une adhésion à un règlement prédéfini par un organisme réglementé par l'AMF, l'investissement direct (ou via une *holding*) nécessite une négociation avertie des pactes d'actionnaires et des droits qu'il confère par le particulier. Or, aujourd'hui les dossiers sont souvent négociés en moins



* Auteur, avec Marc Fournier, de "Profession : *business angel* – devenir un investisseur providentiel averti", chez Revue Banque éditeur.

1. INVESTISSEMENT

Des cibles de plus en plus restreintes

Les investisseurs se concentrent peu à peu sur les mêmes cibles

	Investissements			
	Europe		France	
	Nbr d'entreprises financées	Montant moyen investi	Nbr d'entreprises financées	Montant moyen investi
2008	527	4,17	101	4,24
2007	632	5,99	126	4,98
2006	1 200	3,56	235	3,67
2005	1 148	2,19	204	2,76
2004	1 569	1,59	671	0,88
Évolution	-66,4 %	161,8 %	-84,9 %	380,9 %

Source : Thomson Financials Venturexpert.

2. TENDANCE

La hausse des valorisations

Le montant moyen investit n'évolue pas proportionnellement au nombre d'entreprises financées

	Valorisations			
	Europe		France	
	Nbr d'entreprises financées	Montant moyen investi	Nbr d'entreprises financées	Montant moyen investi
2008	903	5,41	191	3,21
2007	1 133	7,33	248	4,01
2006	980	6,96	207	4,49
2005	1 061	4,78	245	2,94
2004	1 013	5,29	226	2,23
Évolution	-10,9 %	2,2 %	-15,5 %	43,9 %

Source : Dow Jones VentureSource.

d'un mois, ce qui est insuffisant pour faire les audits nécessaires et amener les documents de manière professionnelle.

L'absence de concurrence des fonds sur d'autres opportunités est pire : elle laisse l'investisseur individuel seul face à l'entrepreneur. Ni l'un, ni l'autre, ne sont armés pour gérer un investissement non coté efficacement et préparer une sortie – car malgré tout, le particulier souhaitera liquider son investissement au terme des cinq années réglementaires. Si les professionnels ne s'intéressent pas à cette opportunité, c'est qu'elle a des chances de ne pas avoir certaines des qualités requises. Ce n'est pas nécessairement une mauvaise opportunité, mais cela laisse malgré tout supposer quelques difficultés dans la gestion de l'investissement.

INVESTIR EN NON COTÉ EST UN MÉTIER

D'une manière générale, ce qui choque dans le mécanisme mis en place est le bouleversement des délicats équilibres de la chaîne de financement des PME non cotées. Les besoins de l'économie sont donnés par la différence entre la natalité et la mortalité des entreprises. Les entreprises naissantes ne sont pas toutes viables et leur donner du capital revient à sacrifier massivement une capacité d'investissement indispensable à d'autres secteurs de l'économie. Le risque évident est celui d'une désaffection du non coté, et finalement du sentiment d'être floué.

Investir en non coté est un métier. Il faut gérer activement ses investissements, c'est-à-dire faire respecter ses droits d'actionnaire minoritaire

« Aujourd'hui, l'épargne publique est drainée vers un secteur réputé par son exigence sans préparation digne de ce nom. »

que l'on aura pris bien soin de négocier (un *business angel* détient entre 15 et 25 % d'une société selon France Angels) ; et préparer la cession et l'avoir planifiée dès l'investissement. C'est une activité semi-professionnelle, qui va bien au-delà de la simple signature d'un chèque. Le fait est qu'aujourd'hui, l'épargne publique est drainée vers un secteur réputé par son exigence sans préparation digne de ce nom. Bien plus, il n'existe pas de perspectives d'apprentissage comme ce fut le cas avec les expérimentations coûteuses des SDR et des FCPI qui ont au moins eu le mérite de permettre à des équipes de gestion de faire leurs armes.

SI L'ON VEUT VOIR ÉMERGER DES BUSINESS ANGELS...

Si l'on veut voir émerger des *business angels* en France, il faut bien plus qu'une carotte fiscale. En maintenant ce mécanisme, il faut fixer un minimum investi en non coté et paradoxalement augmenter le plafond tout en créant un avantage fiscal progressif avec les montants investis. L'idée est que plus les montants seront conséquents, plus l'investisseur s'entourera des conseils adéquats et fera des investissements de qualité.

Ensuite, il faut favoriser fortement les co-investissements. Les FIP et les FCPI sont bien trop coûteux en frais de gestion, et en commissions diverses. Pour éviter un effet d'aubaine et des scandales potentiels, il faut créer un plafond des frais. Il faut par ailleurs obliger les investisseurs directs à suivre des cours spécifiques, qui pourraient être dispensés gratuitement par les CCI. Enfin, il est dans l'intérêt des pouvoirs publics de voir émerger des *serial investors* et donc de créer un mécanisme de franchise d'impôt si le produit des placements est réinvesti sous un an en totalité au terme des cinq années. ■