

STATUT DES FIP-FICP

INVESTISSEMENTS DIRECTS DANS LES PME : ATTENTION, DANGER!



Cyril Demaria

Professeur

Haute école
d'ingénierie et de
gestion du Canton
de Vaux (HEIG-VD)

Malgré une apparente continuité dans les avantages consentis aux FIP et FCPI, les professionnels de l'investissement direct dans les PME sont exposés à une faible rentabilité de leurs placements.

Dans un contexte économique dans lequel les particuliers cherchent sécurité puis rendement, ces produits d'épargne paraissent menacés.

La loi de finances pour 2011 a confirmé la prorogation des avantages fiscaux accordés aux apporteurs de capital pour les PME. Les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI), lancés depuis 1997 pour soutenir les sociétés innovantes, et les fonds d'investissement de proximité (FIP), lancés à partir de 2003 pour doter les sociétés basées en régions d'une source supplémentaire de capital, continueront donc à être créés pendant deux ans.

Les avantages fiscaux liés aux investissements directs ont été privilégiés. Ce mode opératoire bénéficie de réductions d'impôts sur le revenu

(depuis 2005) et sur la fortune (depuis 2007) plafonnées et au prorata d'un apport en capital de PME. Ces mesures fiscales en faveur des particuliers investisseurs directs au capital de PME semblent être motivées par trois facteurs : offrir une alternative aux rendements décevants des FCPI, couper court aux frais de gestion et alimenter les sociétés émergentes en capital. Toutefois, ces investissements directs pourraient bien souffrir de risques spécifiques sans répondre à ces trois attentes.

PALLIER LES RENDEMENTS DÉCEVANTS DES FCPI AU PRIX DE LA DIVERSIFICATION

La médiocrité des rendements des FCPI (voir Tableau 1) pourrait inciter les particuliers à opter pour d'autres formes d'investissement avantageux fiscalement et aux rendements plus attractifs – par exemple l'assurance-vie, moins risquée et bénéficiant aussi d'un traitement fiscal privilégié sur une période équivalente (8 ans). Cette tentation n'est pas que théorique : une enquête de Sigma Gestion^[1] en 2010 a démontré que l'aversion au risque (71 % des personnes interrogées) et des performances décevantes (65 %) sont les deux principaux freins à la souscription des FCPI-FIP.

[1] Cité par Le Court (B.), « FIP et FCPI : des performances financières décevantes », Les Échos, 22 septembre 2010.

Les FCPI et FIP souffrent de plusieurs spécificités qui dégradent leurs rendements face à leurs homologues réservés aux investisseurs avertis (FCPR). Tout d'abord, ils sont créés pour 8 ans (contre 10 à 12 pour les FCPR). Cela contraint leurs périodes de cession de participations, et réduit le temps disponible pour concrétiser la valeur des investissements. Ensuite, ils appellent la totalité de leur capital lors de la souscription des investisseurs. Les FCPR appellent le capital à mesure que les investissements sont réalisés. Une partie des fonds collectés par les FCPI et FIP n'est pas déployée immédiatement et dégrade le Taux de rendement moyen (TRI) de ces fonds.

La loi de finances 2011 oblige désormais les gérants à déployer le capital des FCPI en 16 mois, ce qui devrait réduire la période d'inactivité du capital, mais aussi accroître le risque du portefeuille. En effet, en étalant ses investissements à travers le temps, le gérant peut diversifier les risques liés au marché (bulle ou crash). Un FCPI qui aurait été levé en décembre 2007

« La loi de finances 2011 oblige désormais les gérants à déployer le capital des FCPI en 16 mois, ce qui devrait réduire la période d'inactivité du capital, mais aussi accroître le risque du portefeuille. »

1. FCPI PAR MILLÉSIME (AU 31 DÉCEMBRE 2009)

Performance moyenne brute (en %)

Année	Performance globale moyenne brute	Taux de rendement interne moyen brut
1997	+1,09	+0,11
1998	-42,32	-4,23
1999	-54,63	-5,46
2000	-37,83	-4,20
2001	-13,60	-1,70
2002	-15,48	-2,21
2003	-9,17	-1,53
2004	-14,67	-2,93
2005	-13,90	-3,47
2006	-11,63	-3,88
2007	-6,35	-3,18

Source : www.fip-fcpi.fr (sur 179 FCPI recensés, 44 ont des rendements positifs et 135 des rendements négatifs).

2. PERFORMANCE DES FCPI DE 1997 À 2004

Année	Hors avantage fiscal	Après avantage fiscal
1997	-5,3 %	-1,5 %
1998	-6,9 %	-2,4%
1999	-14,4%	-9,5%
2000	-7,6%	-0,9%
2001	Non représentatif	Non représentatif
2002	Non représentatif	Non représentatif
2003	Non représentatif	Non représentatif

Source : Ernst & Young, AFIC, AFG et Oseo (2004).

aurait été forcé de déployer son capital au pire moment de la crise. À l'inverse, un FCPI levé en décembre 1999 aurait dû investir en haut de cycle à des valorisations élevées sans possibilité de diversifier après la chute des valeurs technologiques en mars 2001.

Les holdings ISF et investissements directs devraient-ils redresser la barre des rendements médiocres des FCPI et FIP? Rien n'est moins sûr. Une étude[2] démontre que le risque

[2] Weidig (T.), Mathonet (P.-Y.), *The Risk Profile of Private Equity*, SSRN, 2004, 33 pages.

de perte des investissements directs est de 30 % et qu'elle est faible pour les fonds. En se concentrant sur les rendements des investissements et en ignorant les risques associés (voir le graphique), les investisseurs directs en *private equity* s'exposent à donc des déconvenues importantes.

COUPER COURT AUX FRAIS DE GESTION

Face aux rendements décevants des FCPI, le législateur incite donc les investisseurs à procéder à des augmentations de capital directs dans les PME et à économiser les droits d'entrée (3 % à 5 %), les frais de gestion (2,5 à 4 %) et la commission de performance (20 % de la performance). L'idée est que la performance des FCPI après avantage fiscal (voir Tableau2) et réintégration des frais de gestion devrait de fait être positive.

L'impact des frais facturés par les gérants de FCPI est relevé dans un rapport de l'Inspection générale des Finances[3] : le « *taux de frais annuel moyen [...] a été estimé à 5,5 % en moyenne pour les fonds* » pour les FCPI et FIP, alors qu'il serait de 3,5 % en moyenne pour les FCPR[4]. Par ailleurs, « *les frais de distribution qui sont constitués des droits d'entrée et des rétrocessions annuelles sur les frais de gestion, représentent environ 35 % du montant total des frais. Les rétrocessions annuelles sont perçues sans contrepartie pour l'investisseur en termes de conseil* ». Les holdings ISF rétrocèdent, quant à elles, en moyenne entre 1 et 1,5 % du montant des investissements.

[3] Durieux (B.), Cazenave (T.), Ohier (M.), Siné (A.), Thiard (P.-E.), « *Les frais prélevés sur les produits financiers bénéficiant d'un avantage fiscal pour favoriser l'investissement dans les PME* », Rapport n° 2009-M-066-03, Inspection générale des Finances, octobre 2009, 225 pages.

[4] Ainsi, pour un investissement de 10 000 € dont le taux de croissance annuel moyen de valeur d'actif est de 8,45 %, le multiple serait de 1,23, soit un rendement annuel moyen de 2,7 % net de frais (hors avantage fiscal).

Le rapport suggère de calculer les frais de gestion sur la valeur d'actif net (ou du capital du fonds si celui-ci est plus faible) et d'interdire les rétrocessions annuelles aux distributeurs sur ces produits, mais demeure timide dans son approche. Les droits d'entrée sont particulièrement élevés (le *set up fee* d'un FCPR est en moyenne de 1 %). Ils devraient s'accompagner de l'obligation de proposer systématiquement l'ensemble des FCPI et FIP du marché aux clients (architecture ouverte). En ce sens, les droits d'entrée rémunéreraient un vrai service au client : une explication claire, une communication avérée et un conseil effectif.

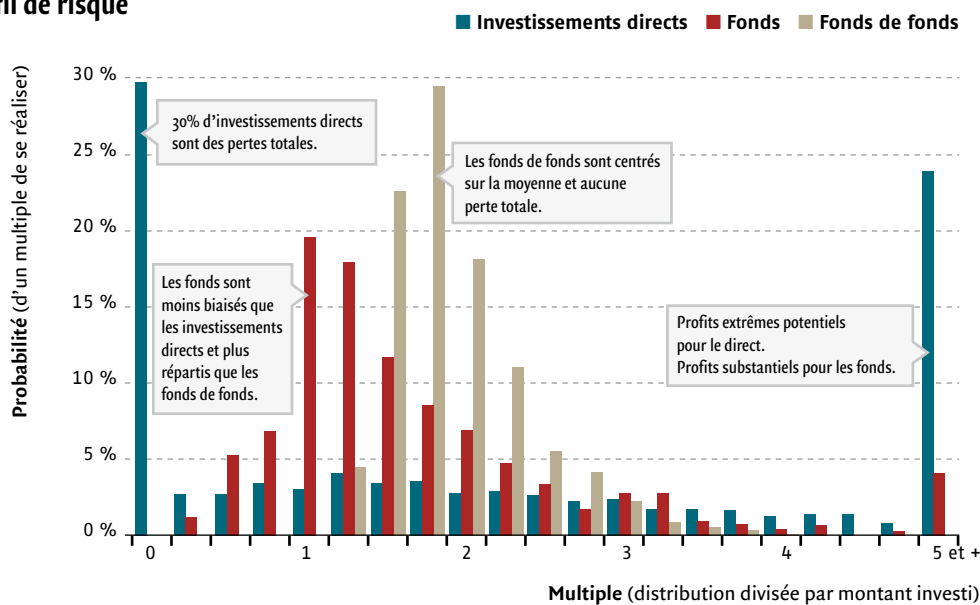
À cet égard, une communication claire, publique et systématique des gérants de ces fonds serait nécessaire, non seulement sur leurs TRI, mais aussi leurs multiples d'investissements – ce qui permettrait en outre d'établir des bases d'évaluation et de comparaison. La publicité des performances de FCPI et FIP est légitime puisque ces fonds sont partiellement financés sur fonds publics.

Une des faiblesses des FCPI et des FIP est leur absence de taille critique. En effet, les frais fixes imputés aux fonds sont incompressibles et ils sont d'autant mieux amortis que le fonds collecte une somme suffisante. Ainsi, la taille minimum d'un FCPR est de 75 à 100 millions d'euros (pour des frais variant de 1,5 à 2 %) tandis que les tailles de FCPI varient de 12 à 45 millions d'euros (pour des frais de 3 à 4,5 %).

Néanmoins, les gérants de FCPI, FIP et holdings ISF sont des structures établies qui amortissent déjà leurs frais fixes sur d'autres produits. Des produits FCPI-FIP à compartiment réduiraient substantiellement les charges fixes (juridique, comptables, etc.). Fonctionner sur un budget déterminé à l'avance et supprimer les rétrocessions annuelles

VÉHICULES ET INVESTISSEMENTS EN CAPITAL RISQUE

Profil de risque



Source : Weidig & Mathonet, d'après VentureXpert et Cochrane (2003).

La comparaison porte sur 5000 investissements directs, 300 fonds et 50 000 fonds de fonds simulés.

aux distributeurs serait une autre possibilité.

RÉAMORCER LA POMPE DU FINANCEMENT EARLY STAGE

Les FCPI n'ont pas rempli le « vide » d'investissement en matière de financement d'entreprises émergentes (amorçage et premiers tours de capital-risque). La création de la société unipersonnelle d'investissement à risque (SUIR) en 2004 devait inciter les individus à remplir ce vide en devenant des investisseurs providentiels (*business angels*). La logique d'incitation fiscale a donc été déplacée vers l'investissement direct.

Les opportunités d'investissement dans les entreprises émergentes sont plus nombreuses et plus accessibles aux particuliers que dans des entreprises établies. En capitalisant sur ce phénomène, les réductions d'impôts associés aux investissements directs devraient donc remplir leur objectif :

favoriser l'émergence d'investisseurs providentiels abondant en capital les PME françaises, réputées créatrices d'emplois. En éliminant les gérants et intermédiaires du circuit, la carotte fiscale n'est plus absorbée par les premiers, mais compense bien le risque pris par l'investisseur dans les PME.

Toutefois, ce raisonnement séduisant fait l'impasse sur plusieurs questions déterminantes qui pourraient de fait condamner l'émergence de la catégorie des investisseurs providentiels. Les investissements directs ne constituent malheureusement pas une solution alternative. L'émergence du gérant professionnel comme intermédiaire entre investisseurs et sociétés de portefeuille découle d'une plus grande complexité de ces investissements. La technicité de la négociation de pactes d'actionnaires, la construction d'un portefeuille équilibré, la participation aux conseils d'admi-

« Une étude démontre que le risque de perte des investissements directs est de 30 % et qu'elle est faible pour les fonds. »

nistration, la gestion des aléas et de sortie d'investissement impliquent un savoir-faire particulier qui s'acquiert au fil du temps et nécessite un engagement important de l'investisseur.

À ce titre, le taux de défaut de 30 % des investissements directs relevés précédemment s'applique à des investissements menés par des investisseurs professionnels. Il est probable que les investissements directs menés par des non-professionnels ou des *business angels*, auront un taux d'échec au mieux équivalent voire plus élevé. Éliminer les gérants de l'équation de l'investissement en *private equity* ne semble pas une option systématiquement favorable. ■