

O e e *études*

**Les incitations publiques à investir  
en titres de sociétés non cotées en  
Bourse**

Juillet 2005

*Ce rapport a été écrit, à la demande du Commissariat Général du Plan, par Didier Davydoff,  
Directeur de l'Observatoire de l'Épargne Européenne.*

# SOMMAIRE

Résumé	4
Introduction	6
I les investissements en titres non cotés	7
11. La part des actions non cotées dans le financement des entreprises	7
12. La contribution du capital-investissement	11
II Description des modes d'action publique	16
21. Incitations à l'achat en direct d'actions non cotées	16
22. Dispositions fiscales en faveur du capital-risque	21
23. Dispositifs généraux incluant les actions non cotées	25
24. Dispositions en faveur d'Alternex	29
25. Les achats d'actions non cotées par le secteur public	29
III Interrogations sur la pertinence des dispositifs incitatifs	32
31. Les incitations fiscales en faveur des investisseurs individuels sont-elles suffisantes ?	32
32. La localisation des investissements du capital risque	33
33. Les durées d'investissement du capital risque	35
34. La taille des entreprises éligibles aux avantages fiscaux	35
35. La superposition des critères d'éligibilité des entreprises	39
36. Faut-il encourager la non-cotation en Bourse ?	40
37. La nature des investissements des véhicules de capital investissement	42
CONCLUSION	44
Annexe 1 : Quelques résultats de l'enquête conduite pour l'Observatoire de l'Épargne Européenne auprès des sociétés de capital investissement	45
Annexe 2 : Les critères d'éligibilité des entreprises donnant droit aux avantages fiscaux	47

## Résumé

Il n'y a pas en France, d'information complète sur les achats d'actions non cotées ayant donné droit à des réductions d'impôt, ni sur le coût budgétaire de l'ensemble des dispositifs dont bénéficient les investisseurs.

Selon les dernières estimations de la Banque de France, les ménages français détiendraient en direct moins de 10% des actions de sociétés non financières, non cotées en Bourse. La plupart des dispositions fiscales destinées à renforcer les fonds propres des entreprises non cotées visent à inciter les particuliers à acquérir des actions non cotées, soit directement soit à travers des véhicules collectifs de capital investissement. Mais ces incitations fiscales sont moins fortes que celles dont bénéficient, par exemple, les investisseurs britanniques dans les Venture Capital Trust (VCT).

Les incitations fiscales orientées vers le capital investissement sont efficaces : alors que les ménages ne détiennent que moins de 10% de l'encours d'actions françaises non cotées, ils ont contribué à hauteur de 22% aux levées de fonds du capital investissement en 2004. Elles devraient néanmoins être complétées par des incitations orientées vers les entreprises qui souscrivent au capital de PME non cotées, par exemple en pérennisant la réduction d'impôt sur les sociétés à laquelle donnent droit les souscriptions au capital de PME innovantes et en parts de FCPI, effectuées entre le 16 mars et le 31 décembre 2005.

L'utilité des opérations de capital-investissement, qui ont de plus en plus contribué à la transmission d'entreprises dans les années récentes, ne saurait s'évaluer seulement en fonction de sa contribution globale au financement en fonds propres des sociétés non cotées. C'est le ciblage sur les entreprises ayant le plus grand potentiel de croissance, d'innovation et d'emploi qui importe.

Or les critères d'éligibilité des entreprises donnant droit aux dégrèvements fiscaux sont multiples, et différents d'une incitation à l'autre. Les principaux critères d'éligibilité sont l'âge de l'entreprise, la taille mesurée par son effectif, son chiffre d'affaire ou son total de bilan, et le caractère innovant de son activité. Mais les indicateurs varient d'un dispositif à

l'autre et souvent aussi dans le temps. La cohérence de l'action des Pouvoirs Publics n'apparaît pas donc pas clairement de l'examen des formes multiples que prend leur action.

Les critères d'éligibilité aux incitations fiscales les plus pertinents sont ceux qui s'appliqueraient à la catégorie d'entreprises dont la France manque par rapport aux autres pays européens : les entreprises « moyennes » au sens d'Eurostat, qui ont un effectif compris entre 50 et 250 millions d'euros et un chiffre d'affaires compris entre 10 et 50 millions d'euros ou une taille de bilan comprise entre 10 et 50 millions d'euros.

## Introduction

L'une des conclusions du rapport récent du Commissariat Général du Plan intitulé «Promouvoir un environnement financier favorable au développement de l'entreprise »<sup>1</sup> est que les entreprises françaises ne souffrent plus, globalement, d'un déficit chronique de financement par fonds propres. Une telle conclusion est un constat favorable à la politique conduite par les Pouvoirs Publics dans ce domaine.

Toutefois, le rapport considère que devrait être développée la notion de « financement tout au long de la vie l'entreprise. »

L'investissement en titres de sociétés non cotées peut prendre des formes diverses : achat d'actions directement ou à travers des véhicules collectifs, investissement des particuliers, des institutionnels privés français ou étrangers, des institutionnels publics. L'action incitative de l'Etat, tenant compte cette diversité, prend des formes multiples. Ce rapport présente une synthèse de ces actions, ainsi qu'une appréciation de leur efficacité et de leur cohérence.

Dans une première partie les volumes d'investissements en actions non cotés – qui viennent de faire l'objet d'une réestimation par la Banque de France – et ceux du capital investissement sont présentés. Dans une deuxième partie, sont rappelées les différentes formes de la politique des Pouvoirs Publics. On présente ensuite les interrogations suscitées par ces dispositifs.

---

<sup>1</sup> Rapport du groupe de projet Astypalea, Olivier Passet, chef de projet, Renaud du Tertre, co-rapporteur, Juin 2005

## I LES INVESTISSEMENTS EN TITRES NON COTES

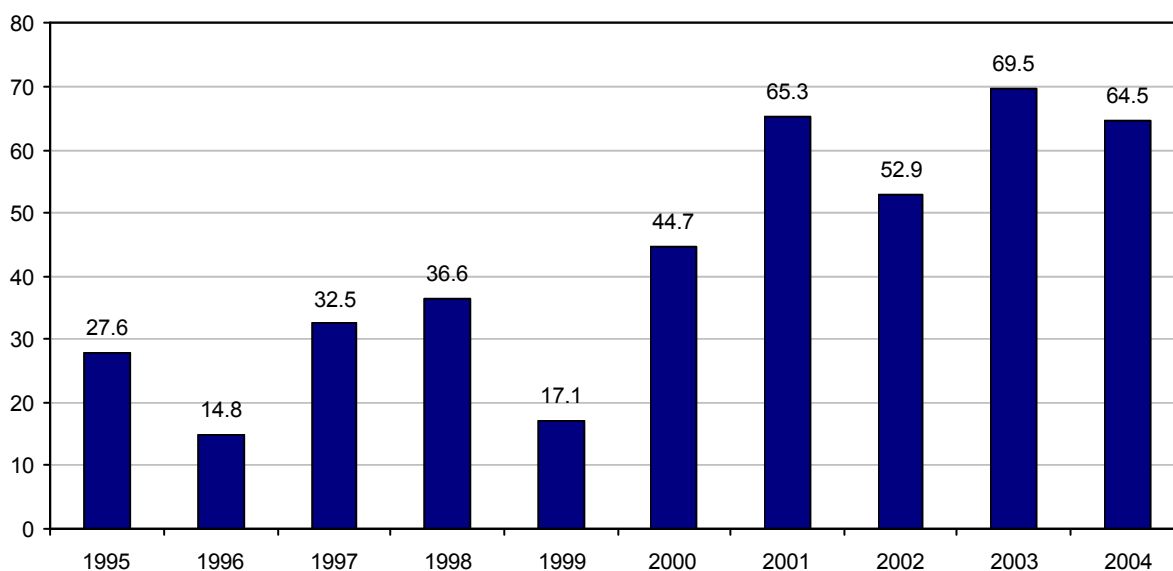
### 11. La part des actions non cotées dans le financement des entreprises

#### *Les émissions d'actions par les sociétés non cotées*

Le montant net des émissions d'actions non cotées est très variable d'une année sur l'autre. Selon la dernière estimation de la Banque de France utilisée pour les comptes nationaux en base 2000, les sociétés non financières ont émis chaque année de 14,8 milliards d'euros (en 1996) à 69,5 milliards d'euros (en 2003). On observe cependant depuis 2001 une certaine stabilisation de ces émissions, à un niveau compris entre 50 et 70 milliards d'euros.

**Graphique 1 – Emissions nettes d'actions non cotées par des sociétés non financières en France**

(en milliards d'euros)



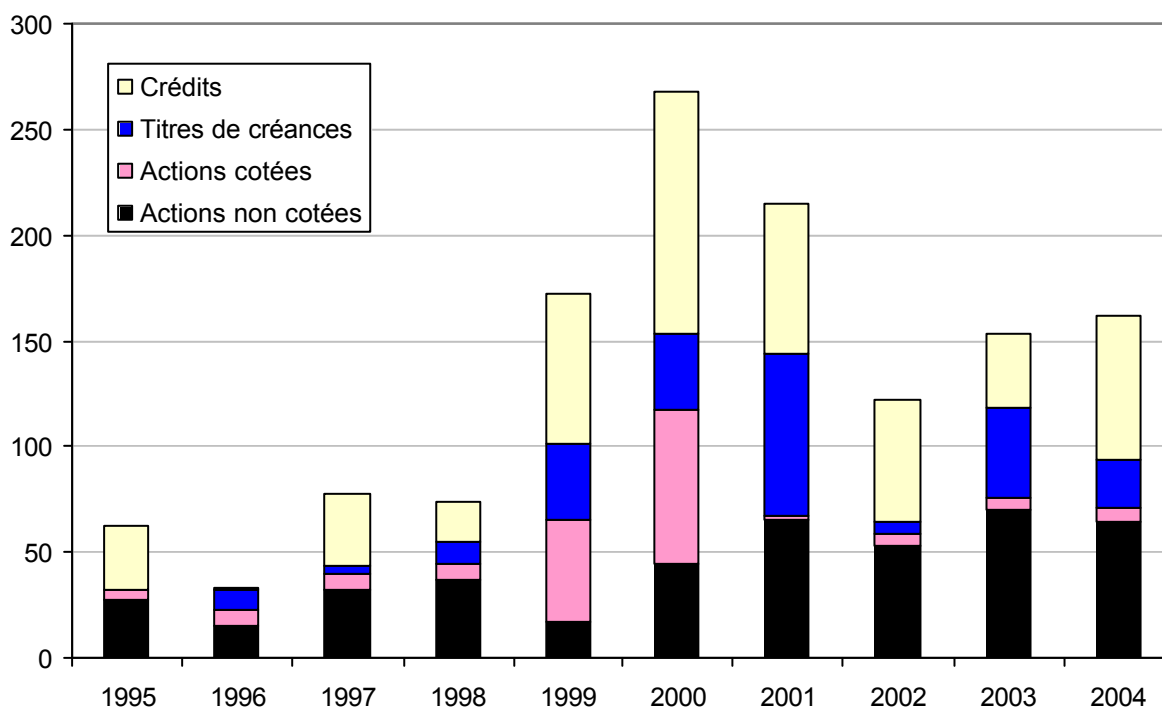
Source: Comptes financiers nationaux

Les émissions d'actions non cotées sont devenues la composante la plus stable parmi les sources de financement externe des entreprises. Les actions cotées ont contribué à ce financement pour des montants importants en 1999 et 2000, mais depuis 2001, les levées de capitaux des sociétés non cotées l'emportent nettement sur les ressources en fonds propres fournies par le marché. Quant au crédit, après un pic atteint en 2000, sa contribution a baissé jusqu'en 2003 et une reprise n'a été observée qu'en 2004.

Au total, les émissions d'actions non cotées ont représenté presque tous les ans depuis 1995 plus de 40% des sources de financement externe des sociétés non financières. Les années 1999 à 2001 apparaissent comme une parenthèse : à la fois par un volume global de recours à des financements externes important et par la contribution exceptionnelle des produits de marché (actions et titres de créance), ces deux facteurs ayant abaissé la contribution relative des actions non cotées.

**Graphique 2 – Principales sources de financement des sociétés non financières françaises**

*(en milliards d'euros)*



Source: Comptes financiers nationaux

**Tableau 1 - Part des émissions d'actions non cotées dans les sources de financement des sociétés non financières françaises**

(en pourcentage)

1995	44%
1996	46%
1997	42%
1998	50%
1999	10%
2000	17%
2001	30%
2002	43%
2003	45%
2004	40%

Source: Comptes financiers nationaux

### *Les détenteurs d'actions non cotées*

On ne dispose pas de source d'information directe et exhaustive sur la répartition de la détention d'actions non cotées entre toutes les catégories d'agents économiques. La détention d'actions non cotées est directement connue pour les administrations publiques, les institutions financières et le Reste du Monde. Pour la répartition du solde entre ménages et sociétés non financières, une clé de 51%-49% était appliquée dans les comptes nationaux en base 1995. Cette clé était issue d'une étude conduite en 1996 sur la base de données FIBEN de la Banque de France. Mais la clé issue de cette étude était la moyenne arithmétique des pourcentages du capital détenu par les ménages dans les sociétés non cotées. Or ce pourcentage diminue, au profit des sociétés non financières, quand la taille de la société détenue augmente. La Banque de France a procédé à une réestimation très significative pour les comptes nationaux en base 2000 qui viennent d'être publiés.

Selon cette nouvelle estimation, les ménages détiendraient moins du dixième du stock d'actions de sociétés non financières non cotées. Or, comme on le verra dans la suite de ce rapport, la plupart des dispositions fiscales favorables à l'achat d'actions non cotées sont ciblées sur les particuliers.



**Tableau 2 - Part des secteurs institutionnels dans la détention  
d'actions non cotées à fin 2004**

*(en pourcentage)*

	<b>Base 95</b>	<b>Base 2000</b>
Sociétés non financières	44.1%	56.4%
Sociétés financières	16.0%	19.5%
Administrations publiques	0.8%	0.4%
Ménages	22.5%	9.3%
Reste du monde	16.6%	14.4%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Source: Comptes financiers nationaux

## 12. La contribution du capital-investissement

L'activité de capital-investissement consiste à regrouper dans un fonds des capitaux levés auprès de plusieurs investisseurs institutionnels ou particuliers et destinés à être investis en actions ou obligations (en particulier des obligations convertibles) de sociétés non cotées. La société de gestion d'un fonds de capital-investissement a donc au moins deux fonctions :

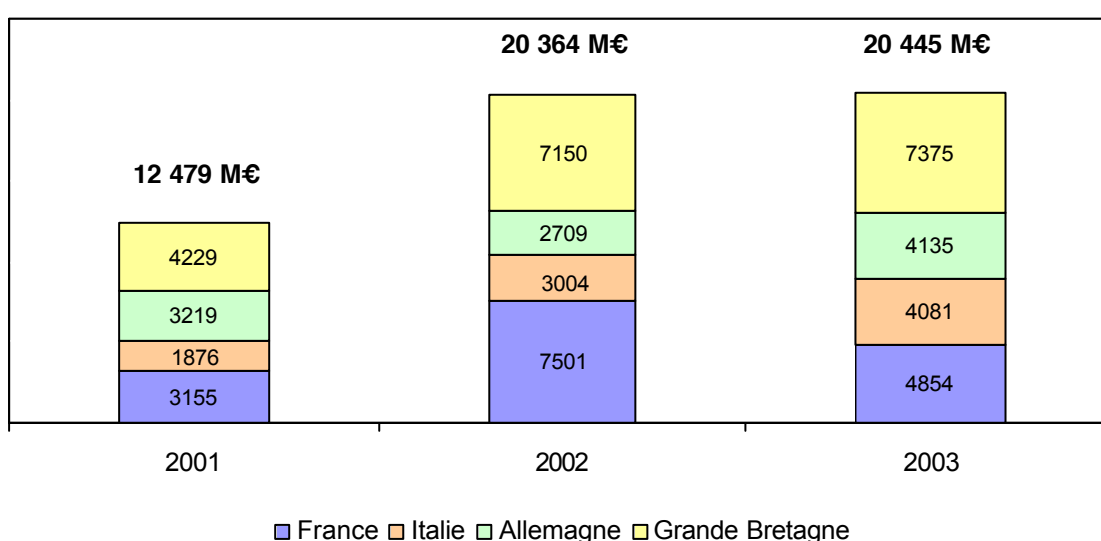
- La levée de capitaux
- La sélection de projets d'investissement à un prix modéré

Elle peut en avoir une troisième : la surveillance « rapprochée » de la gestion des entreprises dans lesquelles elle investit, afin de maximiser le prix de sortie. Ce rôle est assumé par une majorité de sociétés de gestion. Il suppose la mobilisation de compétences internes, ce qui représente évidemment un coût. Certaines sociétés de gestion ne disposent pas de tels moyens : elles interviennent alors toujours comme actionnaires minoritaires.

En Europe, la France est le deuxième pays pour l'importance de son activité de capital-investissement, loin derrière le Royaume-Uni, mais devant l'Italie et l'Allemagne.

**Graphique 5 – Investissements des fonds d'investissements nationaux et étrangers dans le pays d'origine**

(en millions d'euros)



Source: TVE/PwC/EVCA

Le poids du capital-investissement a sensiblement augmenté depuis 10 ans. Les investissements en France des fonds français se sont élevés à 4,6 milliards d'euros en 2004. Il est intéressant de rapporter ces investissements au total des émissions d'actions non cotées recensées dans les comptes nationaux, même si, comme on le verra par la suite, l'un n'est pas un sous-ensemble de l'autre. Ce ratio est monté jusqu'à 13% en 1999, mais cette année-là, les émissions d'actions par des sociétés non cotées ont été particulièrement faibles. En 2004 tant les opérations du capital investissement que les émissions d'actions non cotées ont été élevées et le rapport entre les deux grandeurs a été de 7,2%.

**Tableau 3 - Capital-investissement et émissions d'actions non cotées en France**

*(en millions d'euros)*

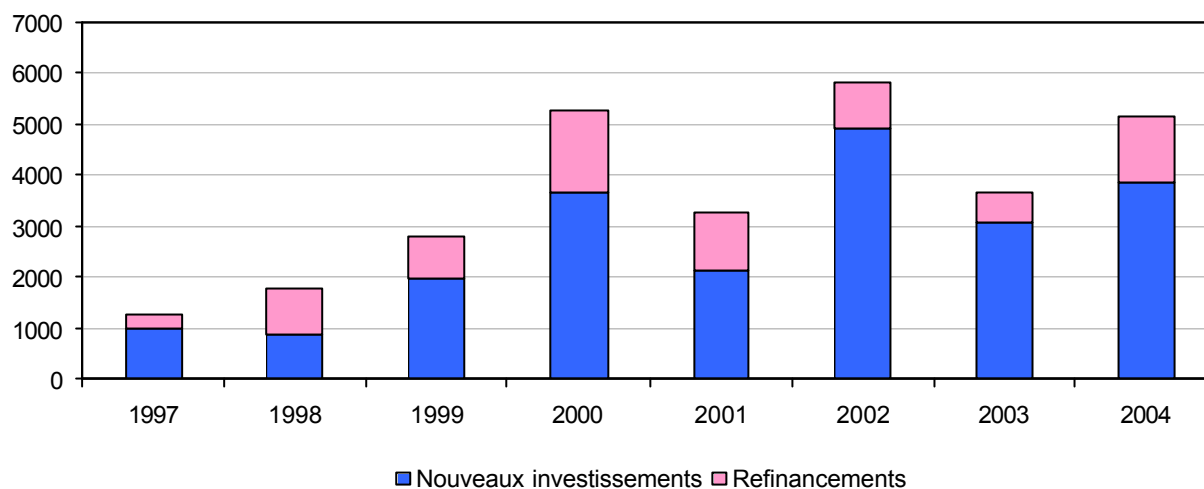
	<b>Investissements en France des fonds français de capital investissement</b>	<b>Emissions d'actions non cotées par les Sociétés non financières</b>	<b>%</b>
<b>1994</b>	1 049	19 108	5.5%
<b>1995</b>	702	27 590	2.5%
<b>1996</b>	772	14 836	5.2%
<b>1997</b>	1 173	32 459	3.6%
<b>1998</b>	1 187	36 632	3.2%
<b>1999</b>	2 249	17 112	13.1%
<b>2000</b>	4 691	44 719	10.5%
<b>2001</b>	2 879	65 254	4.4%
<b>2002</b>	5 666	52 897	10.7%
<b>2003</b>	3 089	69 492	4.4%
<b>2004</b>	4 631	64 535	7.2%

Source: Comptes financiers nationaux, PwC/AFIC

Pour apprécier la contribution réelle du capital investissement au financement des entreprises non cotées, on doit tenir compte du fait qu'une partie de ces investissements sont en réalité des refinancements : la sortie d'un fonds du capital d'une entreprise peut se faire grâce à l'entrée d'un autre fonds. Ces refinancements ont représenté le quart des investissements totaux en 2004.

### Graphique 3 – Investissements des fonds de capital-investissement

(en millions d'euros)

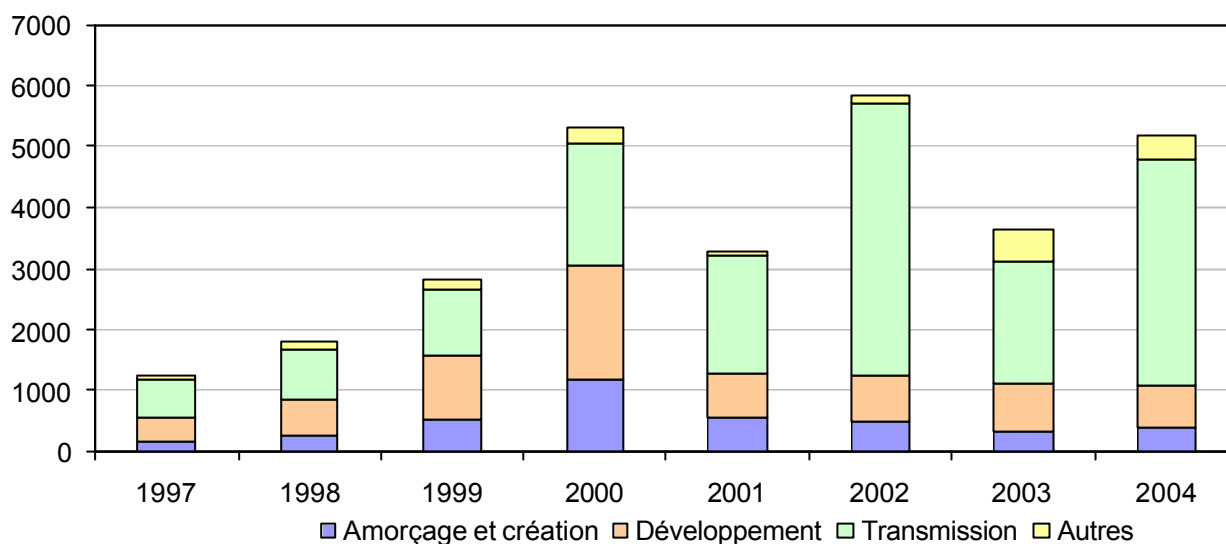


Source: PwC/AFIC

Les investissements des fonds de capital investissement aux premiers stades de l'entreprise (amorçage et création) puis dans la phase de développement apportent aux entreprises des fonds propres, alors que les opérations de transmission permettent aux propriétaires de ces entreprises de transformer un capital professionnel en un capital financier, et à l'entreprise reprise d'assurer sa continuation. Des capitaux importants d'amorçage et de développement ont contribué au gonflement de la bulle spéculative de la fin des années 90, et ont subi ensuite des pertes importantes. La part de la transmission dans les investissements des fonds français a alors augmenté dans de très fortes proportions par rapport aux investissements d'amorçage, de création et de développement. En 2004 les opérations de transmission ont représenté 71% des investissements des fonds de capital-investissement. Cependant, les professionnels s'accordent à considérer que le marché est aujourd'hui assaini, ce qui devrait permettre à l'amorçage et au développement de reprendre leur croissance.

#### Graphique 4 – Investissements des fonds de capital-investissement

(en millions d'euros)



Source: PwC/AFIC

Le rôle du capital-investissement dans les opérations de transmission n'est pas moins utile que celui de l'apport de fonds propres.

Lorsqu'un chef d'entreprises part à la retraite sans avoir trouvé de repreneur ou de repreneur adéquat, c'est la pérennité de l'entreprise qui est menacée.

Or il ressort d'une enquête réalisée récemment pour l'Observatoire de l'Épargne Européenne, que les entrepreneurs français préparent moins bien leur retrait des affaires que leurs homologues européens. Les dirigeants d'entreprise français qui envisagent la cession de leurs parts et leur retrait d'une affaire dès sa création sont très minoritaires et ceux qui l'envisagent pendant la phase de développement de l'entreprise sont moins nombreux qu'au Royaume-Uni (voir l'annexe 1)

Les difficultés de transmission tiennent pour une part aux réticences d'ordre psychologique et culturel des chefs d'entreprise, qui en particulier ont souvent la crainte que leurs collaborateurs perdent leur emploi. Mais elles ont aussi des motivations fiscales : la valorisation de l'entreprise peut rendre le chef d'entreprise imposable à l'ISF, et ses plus-

values sont imposées. Dans le cadre du plan de relance de la consommation de 2004, les plus-values de cession de petites entreprises dont la valeur est inférieure ou égale à 300.000 euros, sont cependant exonérées jusqu'à fin 2005 .

## II DESCRIPTION DES MODES D'ACTION PUBLIQUE

Les dispositions fiscales ayant pour objectif d'inciter les particuliers à investir en titres de sociétés non cotées sont multiples. Elles ont été prises au fil du temps, s'ajoutant les unes aux autres sans s'inscrire dans un plan d'action général. On peut cependant les regrouper en cinq catégories :

- Certaines mesures visent à inciter les particuliers à acheter directement des actions de sociétés non cotées.
- Une deuxième catégorie de mesures a pour objet d'inciter les particuliers à acquérir des actions de sociétés cotées à travers des fonds spécialisés de capital-investissement.
- Dans une troisième catégorie peuvent être rassemblés les mesures incitatives, qui sans être exclusivement ciblées sur les sociétés non cotées, contiennent des dispositions les concernant: assurance-vie, Plan d'Épargne en Actions, épargne salariale.
- Le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie a récemment annoncé que les plus-values réalisées sur le marché Alternext seraient exonérées dès 2005.
- Enfin, le secteur public est lui-même investisseur en titres de sociétés non cotées.

### 21. Incitations à l'achat en direct d'actions non cotées

On peut distinguer les dispositifs dont l'objet est d'inciter à la création d'entreprise, des dispositifs favorisant la souscription au capital de sociétés non cotées, qu'elles soient nouvelles ou non. Enfin, le poids des droits de mutation est allégé en cas de transmission d'entreprise.

#### **211 Dispositions fiscale en faveur de la création d'entreprise**

Six dispositifs visent à aider les créateurs et les investisseurs au capital de nouvelles sociétés : le régime fiscal des Bons de Souscription de Parts de Créateurs d'Entreprise (BSPCE) ; les

exemptions de droits de succession finançant la création d'une entreprise ; la déduction de l'impôt sur le revenu, des intérêts d'emprunt des collaborateurs créant une société ; la déduction de l'impôt sur le revenu des pertes en capital de sociétés nouvelles et le statut des « Jeunes Entreprises Innovantes ».

### *Régime fiscal des Bons de Souscription de Parts de Créateurs d'Entreprise (BSPCE)*

Pendant leurs quinze premières années d'existence, les sociétés peuvent émettre des BSPCE destinés à leurs salariés. Ces bons sont des options d'achat des actions de l'entreprise, à un prix fixé à l'avance.

Les plus-values de cession des titres ainsi acquis sont taxés au taux des plus-values de cession des valeurs mobilières (26%) si le bénéficiaire est resté salarié pendant au moins 3 ans dans l'entreprise, et à un taux majoré de 40% dans le cas inverse. Les administrateurs et les salariés des filiales de l'entreprise n'ont pas accès à ces Bons.

Le coût budgétaire de cette disposition n'est pas connu.

### *Exonération des dons familiaux pour la création ou la reprise d'entreprise*

Le projet de loi « Jacob » arrêté par le gouvernement en avril 2005 exonère les droits de mutation à titre gratuit à hauteur de 30.000 euros (qui s'ajoutent à la franchise de droit commun de 50.000 euros) si ces dons sont destinés à financer la création ou la reprise d'une entreprise.

### *Déduction des intérêts d'emprunt pour la souscription au capital d'entreprises nouvelles*

Les personnes qui perçoivent une rémunération de la société (dirigeants et salariés) peuvent déduire les intérêts d'emprunts de l'assiette de l'impôt sur le revenu, dans la limite de 50% du montant brut de leur rémunération versée par la société et d'un plafond de 15.250 euros. Le bénéfice de cette mesure n'est pas cumulable avec la réduction d'impôt sur le revenu en



cas d'investissement en actions de sociétés non cotées (voir ci-dessous, le « dispositif Madelin »).

### ***Déduction des pertes en capital de l'assiette de l'impôt sur le revenu***

Les pertes en capital subies par les personnes physiques qui ont souscrit en numéraire

- au capital d'une société nouvelle
- à une augmentation de capital réalisée dans le cadre d'un redressement judiciaire,

sont déductibles de l'assiette de l'impôt sur le revenu, à hauteur d'un montant maximum annuel de 60.000 euros pour un couple marié, et de 30.000 euros pour les autres contribuables.

### ***Statut fiscal des Jeunes entreprises innovantes (JEI)***

Les plus-values de cession de parts ou d'actions de « Jeunes entreprises innovantes » sont exonérées d'impôt, à condition que ces parts aient été souscrites à partir du 1er janvier 2004, qu'elles aient été conservées pendant au moins 3 ans après leur libération et que le vendeur et sa famille n'aient pas détenu ensemble plus de 25% du capital.

Cependant ces plus-values sont assujetties à la CSG, à la CRDS et au prélèvement social de 2%.

Une entreprise doit satisfaire à quatre conditions pour être éligible au statut de JEI :

- Etre une PME : moins de 250 salariés, et chiffre d'affaires inférieur à 40 millions d'euros ou total de bilan inférieur à 27 millions d'euros.
- Avoir été créée depuis moins de 8 ans
- Réaliser des dépenses de recherche au moins égales à 15% des charges totales de l'entreprise

- Avoir un capital détenu de manière continue à hauteur de 50% au moins par des personnes physiques, des SCR, des FCPR, des SDR, des SUIR, des Sociétés financières d'innovation, des associations ou fondations d'utilité publique à caractère scientifique ou des établissements publics de recherche et d'enseignement ou leurs filiales.

Le dispositif s'applique aux JEI créées entre le 1er janvier 2004 et le 31 décembre 2013.

Les JEI bénéficient par ailleurs de plusieurs exonérations fiscales et sociales.

### **212 Réductions d'impôts pour la souscription au capital de sociétés non cotées.**

La principale incitation à la souscription au capital des sociétés non cotées est le « dispositif Madelin » de réduction d'impôt sur le revenu. Un second dispositif récent, ciblé sur les «business angels » n'a guère été utilisé (statut des Sociétés Unipersonnelles d'Investissement à Risque – SUIR).

#### ***Réduction d'impôt sur le revenu en cas d'investissement en actions de sociétés non cotée***

Les personnes qui réalisent, avant le 31 décembre 2006, des apports en espèces au capital de sociétés non cotées, soit lors de leur constitution, soit lors d'une augmentation de capital, bénéficient d'une réduction de leur impôt sur le revenu. Cette réduction est égale à 25% des versements effectués. Le montant des versements bénéficiant de la réduction d'impôt est plafonné. Le plafond a été relevé par la loi pour l'initiative économique du 1er août 2003, de 6.000 euros à 20.000 euros (soit une réduction d'impôt maximum de 5.000 euros) pour un célibataire, et de 12.000 euros à 40.000 euros pour un couple marié (soit une réduction d'impôt maximum de 10.000 euros). Les versements qui excèdent le plafond annuel peuvent bénéficier de la réduction d'impôt sur les trois années suivantes. Les versements bénéficiant de la réduction d'impôt peuvent donc atteindre 80.000 euros pour un célibataire, et 160.000 euros pour un couple marié.

Les sociétés concernées doivent ne pas être cotées sur un marché réglementé, être assujetties à l'IS et être détenues à plus de 50% par des personnes physiques ou des sociétés formées

uniquement de personnes parentes. Les entreprises cotées sur Alternext, le marché récemment créé par Euronext pour les PME, sont dans le champ de cette disposition, car Alternext est un marché organisé mais non « réglementé » au sens des directives européennes. Les entreprises solidaires sont aussi dans le champ de la disposition, quel que soit leur actionnariat. Pour bénéficier de la réduction d'impôt en cas d'augmentation de capital, la société doit avoir un chiffre d'affaires inférieur à 40 millions d'euros ou un total de bilan inférieur à 27 millions d'euros.

Jusqu'en 2004, les entreprises détenues par des fonds d'investissement ne pouvaient pas bénéficier du dispositif, mais la suppression de cette limitation a été annoncée pour 2005 par le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie.

En contrepartie de l'avantage fiscal, le bénéficiaire doit conserver pendant au moins cinq ans les titres de la société.

#### *Statut fiscal des Sociétés Unipersonnelles d'Investissement à Risque (SUIR)*

La loi de finance pour 2004 a créé le statut de Société Unipersonnelle d'Investissement à Risque. Ces sociétés doivent être détenues par une personne physique et acquérir 5 à 20% du capital de sociétés non cotées créées depuis moins de 5 ans et majoritairement détenues, directement ou indirectement, par des personnes physiques.

Les SUIR sont exonérées d'impôt sur les sociétés pendant 10 ans, et les dividendes versés à leur actionnaire sont exonérés d'impôt sur le revenu.

L'intention des Pouvoirs Publics était d'offrir un avantage comparable à celui dont bénéficient les actionnaires des sociétés de capital risque. Le statut de SCR est en effet prévu pour un groupe d'investisseurs et le statut de la SUIR étend l'avantage de la non-imposition des dividendes au cas d'investisseurs uniques. Mais la fourchette de 5 à 20%, dont la justification n'apparaît pas clairement, a dissuadé la plupart des investisseurs potentiels d'utiliser ce statut. Le nombre de SUIR est resté très faible.

## **213 Dispositions fiscales en faveur de la transmission d'entreprise**

Les droits de mutation sur les titres d'entreprises sont réduits de 50% par rapport au régime de droit commun. Cette disposition applicable aux mutations par décès, a été étendue par la loi de 2003 aux donations entre vifs en pleine propriété et par la loi Jacob de 2005 aux donations faites avec réserve d'usufruit, à condition que les droits de vote de l'usufruitier soient limités aux décisions d'affectation des bénéficiaires. Cet abattement fiscal est accordé à la condition que le donataire s'engage à conserver les titres pendant au moins 6 ans. Par ailleurs, le montant de l'abattement sera porté de 50% à 75% en 2005.

## **22. Dispositions fiscales en faveur du capital-risque**

Il existe deux véhicules juridiques du capital-risque :

- Les Fonds Communs de Placement à Risques (FCPR)
- Les Sociétés de Capital Risque (SCR)

Les deux véhicules doivent détenir au moins la moitié de leur portefeuille en actions ou obligations convertibles non cotées sur un marché réglementé.

Les FCPI et les FIP sont des catégories spécifiques de FCPR, ciblées respectivement sur les sociétés innovantes et l'épargne de proximité.

*Exonérations d'impôts au bénéfice des sociétés de capital-risque (SCR) et de leurs actionnaires*

Le statut juridique et fiscal des SCR a été réformé par la loi de finance pour 2001.

Les SCR sont exonérées d'impôt sur les sociétés pour l'ensemble des revenus et plus-values de cession des titres de leur portefeuille. Le coût budgétaire de cette disposition est estimé à 1.250 millions d'euros en 2001<sup>2</sup>.

Les actionnaires personnes physiques des SCR sont exonérés d'impôt sur le revenu sur les dividendes perçus, sous condition de durée de détention des actions pendant au moins cinq ans, et de réinvestissement des dividendes perçus. Le coût budgétaire de cette disposition n'est pas disponible.

Les actionnaires personnes physiques bénéficient d'une taxation réduite des distributions prélevées par les SCR sur les plus-values provenant du portefeuille. Le coût budgétaire annuel de cette disposition est estimé à 6 millions d'euros en 2001<sup>3</sup>.

A la différence des FCPR, les SCR n'ont pas d'horizon temporel défini a priori. En contrepartie, elles demandent aux entreprises des distributions de dividendes généreux et réguliers.

### ***Fonds Communs de Placement à Risque (FCPR)***

La loi de finance pour 2002 a harmonisé le statut des FCPR, auparavant répartis en trois catégories.

Dans un délai maximum de deux exercices (soit 30 mois au maximum légal) après sa création, un FCPR doit détenir au moins de 50% de son actif en actions non cotées et parts de SARL. Toutefois, au sein de ce quota minimum de 50%, les FCPR peuvent détenir jusqu'à 20% de leur actif en titres de sociétés cotées sur un marché <sup>4</sup> ayant une capitalisation inférieure à 150 millions d'euros (loi de finances pour 2005). La loi de finances pour 2002 a étendu la disposition à toute entité ayant son siège dans un pays de l'OCDE. Toutefois, après le cinquième exercice, il peut être dérogé au quota de 50%, le FCPR étant dès lors réputé entrer dans une phase de pré-liquidation.

---

<sup>2</sup> Source : Rapport du Conseil des impôts sur la fiscalité dérogatoire. XXIème rapport au Président de la République – Septembre 2003

<sup>3</sup> Source : idem

<sup>4</sup> Le marchés par la nouvelle définition donnée par l'article 214-36 du Code Monétaire et Financier, à savoir marchés réglementés et organisés

Comme pour les actionnaires de SCR, les personnes physiques investissant dans un FCPR bénéficient d'une exonération d'impôt sur les revenus et les plus-values de cession des parts de FCPR, à condition que ces parts soient détenues pendant au moins cinq ans. Les revenus doivent être immédiatement réinvestis dans le fonds, où ils doivent rester bloqués pendant 5 ans au moins.

A fin 2004, 514 FCPR étaient en activité et géraient un encours de 12,53 milliards d'euros (source : AMF). Leurs levées de fonds se sont élevées à 6,29 milliards d'euros en 2004.

L'actif des FCPR représente environ 0,6% des actions au passif des sociétés non financières non cotées.

<b>Tableau 4 - Poids des FCPR dans le capital des entreprises françaises</b>			
<i>(en millions d'euros)</i>			
	<b>(1) Actif net des FCPR</b>	<b>(2) Actions non cotées au passif des sociétés non financières</b>	<b>Ratio (1)/(2)</b>
<b>1999</b>	5 200	2 018 645	0.26%
<b>2000</b>	6 100	1 980 182	0.31%
<b>2001</b>	7 000	1 448 808	0.48%
<b>2002</b>	8 900	1 495 266	0.60%
<b>2003</b>	8 600	1 819 889	0.47%
<b>2004</b>	12 530	2 093 565	0.60%

Source: Comptes financiers nationaux, AMF

#### *Avantage supplémentaire pour l'achat de parts de Fonds Communs de Placement dans l'Innovation (FCPI)*

Un FCPI doit investir au moins 60% de son actif, dans un délai maximum de deux exercices (soit 30 mois au maximum légal) après sa création, en titres de sociétés innovantes ayant au maximum 500 salariés (2.000 à compter de 2005). Une société est qualifiée d'innovante si le montant de ses dépenses de recherche cumulées au cours des trois exercices précédents est supérieur au tiers de chiffre d'affaires le plus élevé au cours des trois exercices précédents, ou si elle figure sur une liste de sociétés dont le caractère innovant est reconnu par OSEO anvar. La loi de finance pour 2005 a aussi donné aux FCPI la possibilité d'investir dans des holdings de participations non cotées.

La loi de finance pour 2001 a reconduit le dispositif des FCPI jusqu'au 31 décembre 2006, et elle a étendu, à compter du 1er janvier 2003, les titres éligibles aux titres de toute PME dont le siège se trouve dans un Etat membre de l'Union européenne.

Les porteurs de parts de FCPI bénéficient, en plus des avantages liés aux FCPR, d'une réduction d'impôt égale à 25% du montant des versements effectués dans l'année, dans la limite d'un plafond de 12.000 euro pour un célibataire ou de 24.000 euros pour un couple. Le coût de cette disposition est estimé à 200 millions d'euros en 2003<sup>5</sup>.

Après une montée en charge progressive jusqu'en 2001, la collecte des FCPI a eu tendance à diminuer. Ce sont néanmoins près de 2,5 milliards qui avaient été collectés à fin 2004 par ce véhicule.

<b>Tableau 5 - Les FCPI</b>		
		<i>(en millions d'euros)</i>
	<b>Collecte</b>	<b>Encours</b>
<b>1998</b>	151	-
<b>1999</b>	248	400
<b>2000</b>	421	900
<b>2001</b>	499	1 500
<b>2002</b>	458	1 800
<b>2003</b>	339	2 200
<b>2004</b>	324	

Source: AMF, AFG/AFIC pour la collecte en 2001, 2002 et 2004

### *Avantage supplémentaire pour l'achat de parts de Fonds d'Investissement de Proximité (FIP)*

Les Fonds d'Investissement de Proximité sont l'incitation mise en place le plus récemment. Leur statut a été défini par la loi du 1er août 2003 pour l'initiative économique.

Les opérations de capital-investissement comportent un coût fixe incompressible, ce qui tend à exclure un grand nombre d'entreprises. C'est à cette limite du capital investissement traditionnel que cherche à répondre le dispositif des FIP, qui permet de compenser des rentabilités plus incertaines par un avantage fiscal.

<sup>5</sup> Source : Rapport du Conseil des impôts sur la fiscalité dérogatoire XXIème rapport au Président de la République – Septembre 2003

Les FIP doivent investir, dans un délai maximum de deux exercices (soit 30 mois au maximum légal) après leur constitution, au moins 60% de leur actif en titres de PME (effectif inférieur à 250 personnes et CA inférieur à 50 M€ ou total de bilan inférieur à 43 M€) dont le siège social est dans le territoire défini par le FIP (une à trois régions voisines au maximum).

Les FIP sont des FCPR et leurs souscripteurs peuvent bénéficier des avantages fiscaux de ces derniers, s'ils respectent les conditions fixées en la matière par le CGI (art.163 quinquies B), ce qui est en général le cas, sans être obligatoire. En outre, et comme pour les FCPI, les souscriptions de parts de FIP donnent droit à une réduction d'impôt sur le revenu à hauteur de 25% de leur montant, dans la limite de 12.000 euros pour un célibataire, et de 24.000 euros pour un couple (soit une réduction d'impôt maximale de, respectivement 3.000 et 6.000 euros).

Le dispositif a suscité l'intérêt des banques, surtout des banques régionales, qui ont créé 5 FIP en 2003, et 26 en 2004. Cependant, les capitaux collectés sont encore insignifiants à l'échelle de l'économie française: 36 millions d'euros en 2004. Selon les professionnels, la limitation à trois du nombre de régions limitrophes dans lesquelles les FIP peuvent investir est un frein au développement du nouveau dispositif.

## 23. Dispositifs généraux incluant les actions non cotées

### *L'assurance vie*

La loi de finance pour 1998 avait créé une incitation fiscale bénéficiant aux souscripteurs de contrats d'assurance-vie en unité de compte, investis majoritairement en titres non cotés ou cotés sur un marché de valeur de croissance (contrats « DSK ») : outre les avantages communs à l'ensemble des contrats d'assurance-vie, les intérêts et plus-values sont exonérés du prélèvement forfaitaire de 7,5% applicables aux autres contrats au-delà d'un abattement annuel de 4 600 euros pour un célibataire, de 9 200 pour un couple. Mais les prélèvements sociaux (11 % en 2005) restent applicables.

Ces contrats, lancés peu de temps avant l'éclatement de la bulle spéculative, n'ont pas rencontré le succès escompté : leur encours n'a plus progressé à partir de 2000. Il s'établissait



à moins de 12 milliards d'euros à fin 2004. Ce chiffre est certes en deçà des attentes initiales, mais on note qu'il est à peu près équivalent à l'actif net total de l'ensemble des FCPR.

La loi de finance pour 2005 a remplacé les anciens fonds « DSK » par une nouvelle formule qui fait bénéficier des mêmes avantages fiscaux que la précédente. Mais les conditions d'éligibilité à cet avantage fiscal ont été modifiées: 10% de l'actif doivent être investis en actions non cotées (contre 5% précédemment) et au total au moins 30% doivent l'être en actions (contre 50% précédemment). L'éligibilité des titres cotés sur un marché de croissance au quota de 10% est supprimée, mais les sociétés de capitalisation inférieure à 150 millions d'euros au moment où l'investissement est réalisé, sont désormais éligibles. Les titres éligibles doivent être émis par des sociétés ayant leur siège dans un Etat membre de la Communauté européenne.

En pratique, il est probable que les nouveaux contrats, comme les anciens « DSK », seront plutôt investis en actions de petites sociétés cotées qu'en actions non cotées. Traditionnellement les sociétés d'assurances investissent peu dans le non coté. Celui-ci ne représente que 0,5% à 0,8% de leurs actifs. Cependant la FFSA et le GEMA s sont engagés en 2004, à ce que leurs adhérents portent respectivement à 20 milliards d'euros et à 150 millions d'euros leur encours investi en actions non cotées d'ici à 2007.

### *Le Plan d'Epargne en Actions (PEA)*

Le Plan d'Epargne en Actions n'est pas spécifiquement orienté vers les actions non cotées : ces dernières sont éligibles, au même titre que les actions cotées, les bons de souscription ou d'attribution, les certificats d'investissement et les parts de SARL. Il est aussi possible de placer dans un PEA des OPCVM (y compris des FCPR et des FCPI) détenant, à hauteur de 75% au moins, les mêmes titres.

Les titres éligibles doivent être émis par des sociétés ayant leur siège dans tout Etat membre de la Communauté européenne.

Le montant plafond est actuellement de 132.000 euros par PEA.

En principe, tous les revenus tirés des titres placés dans un PEA (dividendes, intérêts, plus-values) sont totalement exonérés d'impôt sur le revenu, mais soumis aux prélèvements sociaux. Toutefois, s'agissant des titres non cotés, l'exonération est limitée à 10% de la valeur de ces titres.

En cas de retrait ou de rachat avant 5 ans, les gains sont imposables à l'impôt sur le revenu en cas de dépassement du seuil de taxation des plus-values, au taux de 22,5% (plus les prélèvements sociaux) si le retrait intervient avant 2 ans, et au taux de 16% (plus les prélèvements sociaux) si le retrait intervient entre 2 ans et 5 ans.

Toutefois, un retrait anticipé n'entraîne pas l'assujettissement à l'impôt sur le revenu si le titulaire du PEA affecte ce produit à la création ou à la reprise d'une entreprise que lui-même ou une personne de sa famille dirige.

Selon l'enquête patrimoine de l'INSEE, 15% des ménages étaient détenteurs d'un PEA au début 2004, mais on ne connaît pas la part de ceux qui ont placé des actions non cotées dans leur plan.

D'après les statistiques de la Banque de France, les actions non cotées déposées sur un PEA bancaire s'élevaient à 2,2 milliards d'euros à fin décembre 2004.

<b>Tableau 6 - Composition des PEA bancaires à fin décembre 2004</b>		
<i>(en milliards d'euros et en pourcentage)</i>		
Actions non cotées	2.2	2.4%
Actions cotées	32.3	35.7%
Titres d'OPCVM	55.9	61.8%
<b>Total</b>	<b>90.4</b>	<b>100.0%</b>
Source: Banque de France		

### *L'épargne salariale*

Il existe deux types de FCPE investis en titres de l'entreprise.

Les fonds régis par l'article 214-39 du Code monétaire et financier détiennent au maximum un tiers de titres de l'entreprise, qu'elle soit cotée ou non. L'actif de ces fonds était de 704 millions d'euros au 30 juin 2004, dont un tiers environ en titres non cotés.

Les fonds régis par l'article 214-40 du Code monétaire et financier peuvent être investis pour plus du tiers de leur actif en titres de l'entreprise, cotée ou non. Les 250 fonds concernés avaient à fin juin 2004 un actif de 5,5 milliards d'euros, investis en moyenne aux deux tiers en titres non cotés.

Dans les deux cas, la liquidité du fonds, nécessaire pour permettre à un salarié de disposer des sommes épargnées, est assurée soit par la détention par le fonds de titres cotés ou d'OPCVM à hauteur d'un tiers au moins de leur actif, soit par la mise en place d'un mécanisme de liquidité des titres de l'entreprise.

Les montants placés sur un Plan d'Épargne d'Entreprise sont bloqués pendant cinq ans. En contrepartie, les gains (revenus et plus-values) ne sont pas soumis à l'impôt sur le revenu pour le salarié, et les sommes versées par l'entreprise ne sont pas assujetties à l'impôt sur les sociétés, ni aux cotisations sociales.

Le montant des actions non cotées de l'entreprise figurant à l'actif des FCPE n'a jamais dépassé les 3 milliards d'euros.

<b>Tableau 7 - Composition de l'actif des FCPE</b>								
<i>(en milliards d'euros et en pourcentage)</i>								
	<b>2001</b>		<b>2002</b>		<b>2003</b>		<b>2004</b>	
Titres de l'entreprise	26.6	50%	22.0	46%	26.5	47%	27.0	47%
Dont actions non cotées	2.8	5.3%	2.6	5.5%	2.8	5.0%	2.5	4.4%
Dont actions cotées	22.0	41%	17.5	37%	21.7	39%	22.5	40%
Dont obligations	1.8	3.4%	1.9	4.0%	2.0	3.6%	2.0	3.5%
Autres titres	26.6	50%	25.4	54%	29.5	53%	29.9	53%
<b>Total</b>	<b>53.2</b>	<b>100%</b>	<b>47.4</b>	<b>100%</b>	<b>56.0</b>	<b>100%</b>	<b>56.9</b>	<b>100%</b>

Source: AMF

## 24. Dispositions en faveur d'Alternext

Le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie a précisé que la réduction d'impôt sur le revenu en cas d'investissement en actions de sociétés non cotées s'appliquait aux entreprises cotées sur Alternext, qui est un marché organisé mais non « réglementé » au sens des directives européennes. Cet avantage est réservé aux investisseurs dans des sociétés détenues à plus de 50% par des personnes physiques, mais dans le cas d'une société admise sur Alternext, ce ratio de 50% s'applique au capital hors participations détenues par des structures de capital investissement.

D'autre part, le ministre a annoncé que les plus-values sur titres de participation des entreprises assujetties à l'IS pour les valeurs introduites sur Alternext seraient exonérées d'impôt dès 2005, alors que la suppression de cet impôt ne doit intervenir que progressivement à l'horizon de 2007 pour les autres actions.

## 25. Les achats d'actions non cotées par le secteur public

Les ressources d'origine publique collectées par les Organismes de Capital Investissement sont relativement peu importantes.

**L'Etat** a mis en place en 2000 un « Fonds de promotion pour le capital-risque », doté de 150 millions d'euros. Géré en partenariat avec la BEI et la Caisse des dépôts, le FCPR 2000 prend des participations minoritaires dans des fonds ayant pour cible principale des entreprises françaises et européennes innovantes de moins de 7 ans, investissant notamment dans des secteurs où les financements privés sont les plus difficiles à mobiliser, comme les sciences du vivant ou l'environnement et le développement durable. Le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie a récemment annoncé que ce fonds, qui a permis l'émergence d'une quinzaine de fonds d'amorçage technologique, aurait prochainement un successeur.

**Le Fonds de Réserve pour les Retraites** a annoncé son intention de consacrer plusieurs centaines de millions d'euros à l'investissement dans le non coté. Ces investissements ne se

feront pas en direct, et passeront donc par des véhicules collectifs. Il est précisé qu'une forte composante internationale est prévue. Un appel d'offres auprès des sociétés de gestion sera lancé avant la fin 2005.

Certaines **entreprises publiques** ont également développé une activité de capital-investissement.

C'est ainsi qu'EDF s'est engagé dès 1980 dans le capital-risque pour encourager l'innovation technologique chez les équipementiers électriques, et surtout pour renforcer sa propre veille technologique et commerciale. L'ensemble des participations en capital-investissement d'EDF sont, depuis 1999, regroupées dans EDF Capital-Investissement. Ce holding a pris des participations dans des fonds basés en France, aux Etats-Unis, au Canada et en Israël.

L'investissement de La Poste dans le non-coté passe par la société Xange, créée en 2003. Xange a repris l'activité de capital-investissement d'ABN AMRO France en juin 2004, et gère désormais 150 millions d'euros. A l'origine, il s'agissait d'investir dans les activités connexes aux métiers postaux, mais le champ a été élargi aux prises de participation dans les sociétés innovantes en général.

Pour la Caisse des Dépôts, **CDC Entreprises** centralise désormais l'activité dans le capital investissement. Les montants gérés s'élèvent à 3,8 milliards d'euros d'actifs. CDC Entreprises prend des participations dans des fonds ou des sociétés de capital risque, avec pour priorité le capital investissement régional et les jeunes entreprises technologiques.

## La stratégie d'intervention de CDC Entreprises

### Modalités d'intervention

#### CDC PME

« • investit généralement entre 10 et 20% du capital de la société ou du fonds

- participe aux conseils d'administration ou de surveillance des organismes dont il est actionnaire ou souscripteur, ainsi qu'aux différents comités (comités d'investissement, comités stratégiques ou d'orientation, comité de rémunération, etc.)
- initie et organise par ailleurs un certain nombre de manifestations à l'attention de ses affiliés, afin de promouvoir les meilleures pratiques professionnelles et de développer un « esprit de réseau » entre les différents organismes (organisation de colloques thématiques, de session de formation, etc.) »

#### Les principaux critères d'investissement. CDC PME :

« • intervient dans des projets ou des organismes majoritairement privés (effet d'entraînement)

- n'est généralement pas le premier investisseur chef de file
- soutient des équipes professionnelles et dédiées exclusivement à l'activité de capital investissement
- investit dans des organismes dont l'unique objet est le capital investissement
- investit sur la base d'un plan d'affaires
- attend une rentabilité de ses investissements, dépendante du segment du marché
- attend une liquidité de ses investissements et privilégie les investissements sous forme de FCPR »

Source : [www.cdcpme.fr](http://www.cdcpme.fr)

### III INTERROGATIONS SUR LA PERTINENCE DES DISPOSITIFS INCITATIFS

#### 31. Les incitations fiscales en faveur des investisseurs individuels sont-elles suffisantes ?

Toutes les incitations fiscales, qu'elles bénéficient aux investisseurs isolés ou aux groupes d'investisseurs à travers le capital investissement, sont destinées aux personnes physiques.

Or le nombre d'investisseurs isolés reste très faible. Moins de 2% des ménages détiennent des actions non cotées autres que celles détenues dans le cadre de l'épargne salariale et du patrimoine professionnel des non-salariés. Et ce taux n'augmente pas.

<b>Tableau 8 - Taux de détention d'actions détenues sans lien avec l'activité professionnelle</b>					
	<i>(en pourcentage)</i>				
	<b>1986</b>	<b>1992</b>	<b>1996</b>	<b>1998</b>	<b>2000</b>
Actions non cotées	2%	1%	1%	1%	2%
Actions cotées	5.0%	7.7%	11.5%	12.8%	16.9%
Actions cotées ou non	7%	9%	12%	13%	17%

Source: INSEE

Le nombre de « business angels » français apparaît très faible : le chiffre de 500 est avancé, à comparer avec les 5.000 business angels britanniques.

S'agissant des investisseurs collectifs, on peut s'interroger sur le point de savoir si les incitations fiscales actuelles sont suffisantes. Les investisseurs dans des Sociétés de Capital Risque ou des FCPR ne bénéficient pas d'avantages fiscaux à l'entrée. Seuls les investisseurs en parts de FCPI ou de FIP bénéficient d'une réduction d'impôt sur le revenu au moment de la souscription, mais cette réduction ne porte que sur 25% des montants investis dans la limite d'un plafond de 12.000 euros (24.000 euros pour un couple marié).

Au Royaume-Uni, la réduction d'impôt sur le revenu accordée depuis 2004 aux investisseurs dans les Venture Capital Trust (VCT) est de 40% des montants investis et le plafond est à

200.000 livres sterling. Les VCT sont comparables aux FCPR, plutôt qu'aux seuls FCPI, car leurs participations ne sont pas nécessairement prises dans des sociétés innovantes. Cependant, le total de bilan des sociétés dans lesquels les VCT investissent doit être inférieur à 15 millions de livres sterling (FCPI : pas de limite de taille de bilan, mais un maximum de 2.000 salariés ; FCPR : pas de limite de taille).

## 32. La localisation des investissements du capital risque

### *L'Europe*

La plupart des incitations fiscales en faveur de l'achat d'actions non cotées ont été conçues, à l'origine, comme devant bénéficier exclusivement aux investisseurs d'actions de sociétés françaises. Cependant, depuis 2003, le droit européen a obligé les Pouvoirs Publics à étendre le bénéfice des mesures fiscales sur le capital risque, aux investissements dans toute société ayant son siège social dans un Etat membre de l'Union Européenne.

En définitive, l'europanisation du capital investissement bénéficie aux entreprises françaises. Ainsi, en 2003, les fonds français ont certes réalisé 15% du montant de leurs investissements à l'étranger, mais 30% de leurs ressources ont été d'origine étrangère.

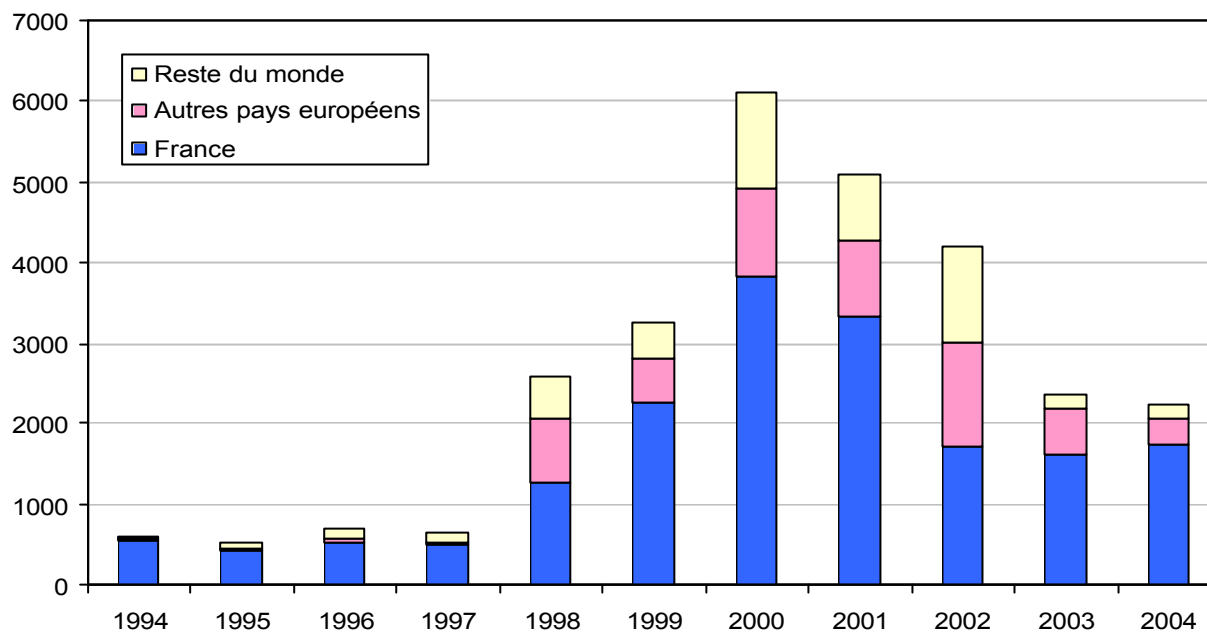
La localisation des véhicules d'investissement peut par ailleurs faire l'objet d'une concurrence au sein de l'Union Européenne. C'est ainsi par exemple, que le Luxembourg a créé en juin 2004 un statut de « SICAR » (Société d'investissement en Capital à Risque ) très compétitif sur les plans réglementaires et fiscaux. Les SICAR peuvent être cotées sur la Bourse de Luxembourg, ce qui pourrait permettre un élargissement du cercle des investisseurs potentiels.

Le statut de SICAR pourrait notamment attirer des sociétés de gestion gênées par les contraintes mises au statut des « FCPR de FCPR » tel que créé par la loi de finance pour 2005. La limitation des investissements des fonds de fonds à l'univers des fonds français ne permet en effet pas d'assurer une diversification suffisante. A titre d'exemple, Axa Private Equity investit dans 40 fonds à travers le monde.



**Graphique 6 – Origine des capitaux levés par des fonds de capital investissement français**

(en millions d'euros)



Source: PwC/AFIC

### *La région*

Le statut des FIP prévoit que ces véhicules doivent investir 60% de leur actif dans des entreprises exerçant principalement leurs activités dans une à trois régions limitrophes, et 10% dans des entreprises nouvellement créées.

Rien n'empêche un FIP d'investir sur l'ensemble du territoire. A titre d'exemple, la documentation commerciale du FIP France Alto (géré par la société de gestion Alto Invest) précise : « ALTO INVEST considère que les PME à fort potentiel se trouvent sur l'ensemble du territoire et a donc décidé de porter la capacité d'investissement de son FIP dans des PME performantes jusqu'à 75% du fonds, sur la France entière (dont 60% en Ile de France et le Nord). Ceci permet une grande latitude d'investissement sur l'ensemble du territoire, ce qui fait du FIP France ALTO un placement unique sur le marché des FIP. »

Cette contrainte est néanmoins considérée comme un frein au développement des FIP et il est envisagé de porter à cinq le nombre maximum de régions éligibles dans le quota de 60%. En outre, on peut se demander si la réglementation des FIP, qui limite au territoire national la notion de régions limitrophes, est bien conforme au principe européen de non-discrimination nationale, par exemple pour un FIP qui serait investi dans une région frontalière.

### 33. Les durées d'investissement du capital risque

Les investisseurs apprécient le statut des FCPR car ces fonds ont une durée limitée à 10 ans, ce qui leur garantit en principe de pouvoir sortir à court ou moyen terme. Cet avantage est aussi une limite de l'instrument : La durée réelle moyenne pendant laquelle le FCPR reste au capital de l'entreprise est en réalité nettement plus faible, de 5 à 6 ans en moyenne car un délai s'écoule nécessairement entre la levée de fonds et l'investissement de ces fonds.

S'agissant des FCPR, la réglementation prévoit un délai maximum entre la création du fonds et le respect du quota d'investissement de 50% de l'actif en titres éligibles : le quota doit être atteint au plus tard lors de l'inventaire de clôture de l'exercice suivant l'exercice de constitution du FCPR et jusqu'à la clôture du 5ème exercice du FCPR. Mais cette durée courte est souvent une contrainte qui oblige la société de gestion à devenir moins sélective pour ne pas faire perdre à ses clients le bénéfice d'une fiscalité avantageuse<sup>6</sup>. En général, la durée de montée en charge des fonds internationaux est plutôt de l'ordre de cinq ans.

Cet horizon est beaucoup plus court que celui de l'entrepreneur qui décide de créer ou de reprendre une entreprise. Cette contradiction des horizons temporels peut avoir un impact sur la qualité de la gestion, et sur les relations entre les investisseurs, la société de gestion et le dirigeant. L'investisseur recherche en effet, sur cette courte période, des TRI de 20% en général. La contradiction peut se résoudre soit sur le marché secondaire – un autre fonds vient prendre le relais du primo-investisseur –, soit par les mécanismes de LBO, qui reviennent à financer la reprise avec les ressources générées par l'entreprise. Dans tous les cas, le « partenariat » entre les trois acteurs est mis sous pression.

---

<sup>6</sup> La société de gestion peut cependant déroger une fois à ce quota, à condition d'avoir régularisé la situation au moment de l'établissement de l'inventaire annuel suivant.

## 34. La taille des entreprises éligibles aux avantages fiscaux

Deux facteurs limitent la taille des entreprises éligibles aux avantages fiscaux accordés à leurs actionnaires : les critères portant sur des caractéristiques propres à l'entreprise, tels que le chiffre d'affaires, le total de bilan ou l'effectif employé ; les ratios de division des risques applicables aux véhicules d'investissement collectif.

### *Critères relatifs aux entreprises éligibles*

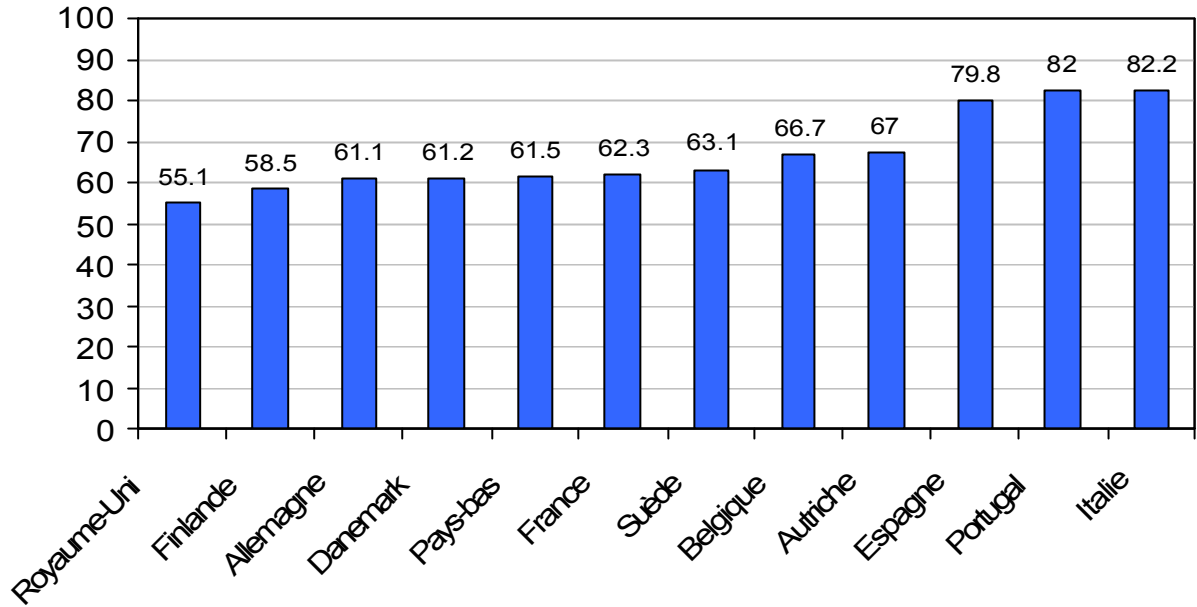
Le tableau de l'annexe 2 récapitule les principaux critères auxquels doivent répondre les entreprises pour être éligibles aux investissements bénéficiant d'avantages fiscaux.

Plusieurs incitations fiscales sont conditionnées par l'importance du chiffre d'affaires de la société, qui ne doit pas dépasser 40 millions d'euros. Cette condition est assez peu sélective : Sont éligibles 98,8% des entreprises françaises, occupant 62,3% de l'effectif employé et réalisant 58,4% du chiffre d'affaires. Le poids de cette catégorie d'entreprises dans l'emploi, qui correspond à peu près aux « PME » telles que définies par la réglementation européenne, place la France dans une position médiane. On ne peut donc pas affirmer, selon le critère de l'emploi, que ces dispositifs fiscaux – qui au demeurant ne sont plus tous réservés aux investissements en France – seraient justifiés par une relative faiblesse du tissu économique français sur cette population d'entreprises.

En revanche, le graphique ci-après montre que les PME contribuent relativement moins en France que dans la majorité des autres pays européens à la valeur ajoutée, à l'exception notable de l'Allemagne. Mais la catégorie des PME est en réalité hétérogène.

**Graphique 7 – Part des PME dans l'emploi**

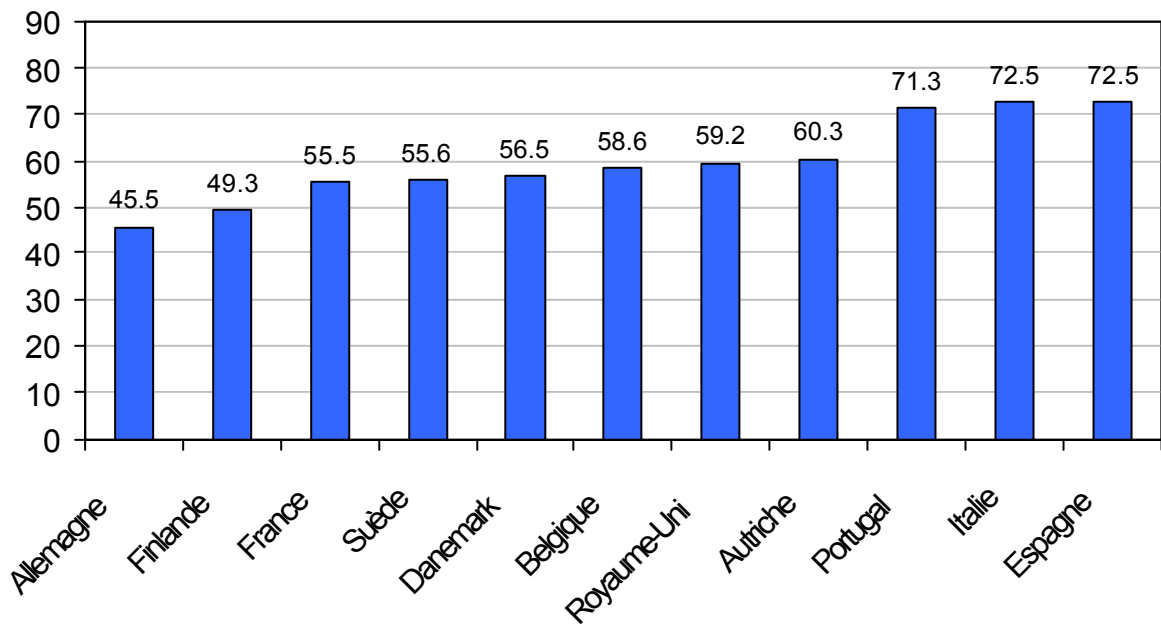
(en pourcentage)



Source: Eurostat

**Graphique 8 – Part des PME dans la valeur ajoutée**

(en pourcentage)



Source: Eurostat

Une analyse plus fine selon la taille des entreprises permet de situer l'origine de ce déficit relatif. Les statistiques d'Eurostat sont ventilée selon l'effectif, le chiffre d'affaires et le total de bilan (voir le tableau de l'annexe 2).

<b>Tableau 9 - Ventilation par taille d'entreprise, de la valeur ajoutée totale en 2000.</b>				
<i>(en pourcentage du total)</i>				
	<b>Microentreprises</b>	<b>Petites</b>	<b>Moyennes</b>	<b>Grandes (250+)</b>
Autriche	16.7%	21.7%	21.9%	39.7%
Belgique	19.0%	20.9%	18.7%	41.4%
Finlande	17.5%	15.6%	16.2%	50.7%
France	19.5%	19.1%	16.9%	44.5%
Allemagne	8.5%	16.4%	20.6%	54.5%
Italie	32.5%	23.4%	16.6%	27.4%
Portugal	30.6%	20.0%	20.7%	28.6%
Espagne	30.0%	23.9%	18.6%	27.4%
Danemark	13.1%	20.7%	22.7%	43.5%
Suède	20.1%	17.7%	17.8%	44.4%
Royaume-Uni	20.9%	20.0%	18.3%	40.8%

Source: Eurostat – « Les entreprises en Europe – la taille a-t-elle une importance ? », 2002

Alors que les microentreprises et les petites entreprises contribuent à la valeur ajoutée dans des proportions comparables à une majorité d'autres pays européens, c'est la catégorie des «entreprises moyennes » qui est la plus faible en France. Sa contribution à la valeur ajoutée n'est moindre qu'en Finlande et en Italie.

Les entreprises moyennes ont des avantages sur les grandes entreprises : moins bureaucratiques, leurs structures s'adaptent plus facilement au marché. Elles sont souvent à l'origine des innovations technologiques ou de produits. L'évolution des techniques, en particulier dans le traitement de l'information, permet le développement d'entités de taille assez réduite, face à une demande de plus en plus fragmentée.

Les critères d'éligibilité aux incitations fiscales les plus pertinents sont donc ceux pour lesquels la France a un déficit marqué («entreprises moyennes » au sens d'Eurostat): : effectif compris entre 50 et 250 et chiffre d'affaires compris entre 10 et 50 millions d'euros ou taille de bilan comprise entre 10 et 50 millions d'euros.

### *Conséquences des ratios de division des risques*

Un FCPR ne peut détenir plus 10% de son actif en titres d'un même émetteur (article 10 du décret n°89-623 du 6 septembre 1989). A fin 2004, l'actif net total des 514 FCPR s'élevait à 12,53 milliards d'euros, soit un encours moyen de 24,4 millions d'euros, et donc un investissement maximum de 24 millions dans une entreprise. Ce chiffre est certes une moyenne, qui inclut dans son calcul des fonds en phase ou en attente de souscription, et d'autres en phase de pre-liquidation. Son ordre de grandeur apparaît cependant faible, et rend difficile pour un fonds d'accompagner le développement rapide d'une entreprise qui viendrait à s'introduire en Bourse. Dans cette hypothèse, la valeur de la participation est, au bout d'un délai d'un an, estimée à sa valeur cotée et le ratio est élevé à 20%.

## 35. La superposition des critères d'éligibilité des entreprises

Le dispositif des « Jeunes entreprises innovantes » et celui des FCPI font intervenir le critère de l'importance des dépenses de recherche, qui doivent représenter plus de 15% du total des charges dans le cas des Jeunes Entreprises Innovantes (JEI), et plus du tiers du chiffre d'affaires le plus élevé au cours des trois derniers exercices dans le cas des FCPI<sup>7</sup>.

A ces critères, s'ajoutent des critères de taille : pas plus de 250 salariés pour les JEI, pas plus de 500 (2000 à partir de 2005) pour les FCPI. La logique de ce critère de taille additionnel n'apparaît pas clairement, ni la justification des niveaux retenus. Le fait que l'effectif maximum ait pu être multiplié par quatre d'une année sur l'autre est à cet égard symptomatique.

Le dispositif est encore alourdi par la condition d'âge maximum - 8 ans - imposée aux JEI. Cette condition d'âge se retrouve dans le dispositif des SUIR, mais avec un seuil inférieur : 5 ans, ce qui peut être justifié par le fait que les sociétés innovantes ont besoin de capitaux plus patients. Mais dès lors qu'en instituant le statut des SUIR, le législateur a admis que le développement des jeunes sociétés, même non innovantes, pouvait justifier la mise en place

---

<sup>7</sup> Les entreprises figurant sur une liste de sociétés dont le caractère innovant est reconnu par OSEO anvar. sont aussi éligibles.

d'une incitation fiscale, ne serait-il pas plus simple d'unifier les deux régimes, en supprimant la condition relative aux dépenses de recherche ? Une telle simplification serait d'autant plus facile à mettre en œuvre, que le statut de SUIR n'a guère été utilisé, en raison de la contrainte d'avoir à détenir entre 5 et 20% du capital des sociétés dans lesquelles elles investissent, cette dernière complication ne paraissant pas non plus avoir de justification claire.

### 36. Faut-il encourager la non-cotation en Bourse ?

Cette question paradoxale est suscitée par la limitation aux entreprises non cotées de plusieurs incitations fiscales, comme s'il fallait compenser le privilège que serait une cotation en Bourse. Plutôt qu'un privilège, la cotation en Bourse est un choix stratégique. Toutes les entreprises moyennes n'ont pas vocation à être cotées mais plusieurs raisons peuvent les inciter à faire ce choix:

- **Accroître la notoriété et la crédibilité** de l'entreprise. En particulier, clients et fournisseurs ont tendance à avoir plus confiance dans une société cotée, car celle-ci diffuse plus d'information sur elle-même et cette information est surveillée par les autorités de marché.
- **Trouver des financements pour investir.** 13% des PME européennes considèrent l'accès au financement comme un frein majeur. En effet, les entreprises moyennes, en particulier celles qui sont actives dans les secteurs de haute technologie, peuvent éprouver des difficultés à obtenir un soutien bancaire adapté. Le renforcement des fonds propres peut à son tour faciliter l'obtention de prêts.»<sup>8</sup>.
- **Assurer la transmission ou la valorisation d'une entreprise.** La mise sur le marché d'une partie du capital, permet souvent d'assurer la pérennité d'une entreprise dont le fondateur part à la retraite. Parfois, la transmission passe par le capital investissement, qui est en très forte croissance depuis 10 ans : plus de 7000 entreprises sont en portefeuille des fonds de capital-investissement. Lorsque le capital-investisseur souhaite revendre sa participation, le marché est l'une des voies

---

<sup>8</sup> L'Observatoire 2003 des PME européennes de la Commission Européenne souligne que « l'une des raisons majeures pour lesquelles les PME ne reçoivent pas les prêts qu'elles souhaitent est la pénurie de garantie et de fonds propres »

possibles. Le montant des capitaux mobilisés par ces sorties a été multiplié par 4,5 entre 1994 et 2004. Plus de 4000 entreprises en Europe ont ainsi été concernées en 2003, selon les statistiques de l'Evca. Le marché représente environ le dixième de ces sorties : l'un des objectifs du nouveau marché Alternext dédié aux PME est précisément de faciliter cette voie de sortie pour le capital-investissement.

- **Acquérir une mobilité stratégique**, dans la perspective d'une croissance externe ou d'une fusion par échange de titres dont la valeur est attestée par le marché.

Il est donc permis de s'interroger sur le bien-fondé de politiques publiques qui réservent certains avantages aux sociétés non cotées. La cotation en Bourse entraîne de nombreux coûts: mise à niveau de l'information comptable, frais d'audit, frais d'avocat pour la rédaction du prospectus et pour s'assurer que la société se conforme à l'ensemble des dispositions du droit boursier, frais d'intermédiation bancaire pour le placement initial des titres et pour l'animation du marché secondaire, frais de communication (agences de communication, publication des communiqués et du prospectus dans la presse). Ces coûts sont occasionnés non seulement au moment de l'introduction en Bourse, mais ensuite périodiquement pour l'établissement des comptes et même en permanence car le marché doit être informé de tout fait nouveau susceptible d'avoir une influence significative sur le cours de Bourse. En outre, la grande transparence qu'implique l'appel public à l'épargne peut aussi être mise à profit par la concurrence.

Certes, lorsque les titres d'une société détenus par un FCPR sont introduits à la cote d'un marché réglementé, ils continuent à être pris en compte dans le quota d'investissement de 50% pendant une durée de cinq ans à compter de leur admission. Mais un titre déjà coté sur un marché réglementé ne peut être pris en compte dans le quota (sauf si sa capitalisation est inférieure à 150 millions et dans la limite de 20%).

Pour cette raison, les Pouvoirs Publics ont cherché à étendre le bénéfice des avantages fiscaux à des marchés spécifiques destinés aux PME ou aux entreprises innovantes. Le Nouveau Marché dans les années 90, et maintenant Alternext avec les mesures récemment annoncées par le ministre de l'économie, des finances et de l'industrie, en ont été les bénéficiaires, comme l'Alternative Investment Market (AIM) au Royaume-Uni.



La mise en place de ces extensions conduit à créer des marchés « organisés », mais non réglementés au sens de la législation européenne. Par rapport à un marché réglementé, un marché organisé a un handicap principal : l'entreprise de marché ne peut pas installer librement des écrans de négociation sur l'ensemble du territoire de l'Union Européenne.

Et pour les entreprises cotées, l'allègement de contrainte principal est le non-assujettissement aux normes comptables internationales IFRS.

En limitant certains avantages fiscaux aux sociétés non cotées – ou non cotées sur un marché réglementé – les Pouvoirs Publics font implicitement le choix de privilégier une diffusion nationale, plutôt qu'internationale, du capital des entreprises.

## **37. La nature des investissements des véhicules de capital investissement**

La réglementation des FCPR n'impose d'avoir un actif composé de titres non cotés sur un marché réglementé ou de capitalisation inférieure à 150 millions d'euros, qu'à hauteur de 50% du montant de cet actif, ce qui permet d'assurer une liquidité aux souscripteurs. Pour les FCPI, 60% de l'actif doivent être investis en sociétés innovantes non cotées ou de capitalisation inférieure à 150 millions d'euros, mais les 40% restant sont libres.

Les investissements hors-quota sont souvent investis en produits monétaires, ce qui n'est pas cohérent avec la logique d'un produit d'épargne à long terme.

A l'inverse, certains produits sont apparus récemment, dont l'objet est d'investir dans l'immobilier. Dans ce cas, on peut s'interroger sur le point de savoir si l'esprit de la réglementation est toujours respecté.

### **Un exemple de « FCPR immobilier »**

Le FCPI Diadème Innovation, géré par Nord Private Equity et l'UFG, effectue 60% de ses investissements dans des sociétés innovantes non cotées, conformément à la réglementation, 30 à 35% dans des supports adossés à l'immobilier d'entreprise géré par l'UFG, et 5 à 10% en produits de trésorerie. L'investissement immobilier s'effectue principalement en parts de SCPI. L'UFG est en effet l'une des principales sociétés françaises de gestion de SCPI.

Dans la mesure où les SCPI et les foncières cotées bénéficient déjà d'avantages fiscaux, on peut se demander si de tels produits sont conformes à l'intention du législateur.

## Conclusion

La politique publique incitative à l'investissement en actions non cotées a contribué au niveau globalement satisfaisant des fonds propres des entreprises françaises. Il n'est cependant pas possible de quantifier l'effet de cette politique car les statistiques sur les opérations ayant donné droit à des exonérations fiscales ne sont pas disponibles. Si des statistiques de capital-investissement sont régulièrement produites par les associations professionnelles, aucun bilan chiffré n'existe sur les placements d'investisseurs isolés dans le capital de sociétés non cotées ayant bénéficié d'exonérations fiscales. Le coût budgétaire des dispositifs incitatifs n'est pas non plus disponible.

Les mesures incitatives apparaissent nombreuses et pas toujours cohérentes entre elles.

Nous avons recensé 15 dispositions fiscales ayant pour objet principal ou accessoire d'inciter les investisseurs particuliers à acquérir des actions de sociétés non cotées. Ces incitations sont le résultat d'une sédimentation dans le temps de dispositifs pris au gré des priorités de la politique de l'Etat. Certaines d'entre elles allègent l'impôt sur le revenu des investisseurs, à l'entrée et sur les dividendes reçus. D'autres exonèrent les investisseurs, à la sortie, de l'impôt sur les plus values et des droits de mutation. Une étude récente de la BCE montre que la réduction de l'imposition des plus-values contribue à l'augmentation de l'investissement d'amorçage et de création/post création, et dans les secteurs technologiques<sup>9</sup>.

Compte-tenu des conditions de leur naissance et de leur nombre, il n'est pas étonnant que ces mesures comportent des critères d'éligibilité des entreprises divers, même si l'on peut lire une priorité implicite donnée aux PME sans distinction de taille et parmi elles, aux PME innovantes. Il est toutefois un facteur commun à toutes ces mesures : ce sont toutes des exonérations fiscales, souvent temporaires, et non pas des subventions publiques. Par comparaison, les investissements de l'Etat et des entreprises publiques apparaissent assez modestes.

---

<sup>9</sup> Marco Da Rin, Giovanna Nicodano, Alessandro Sembenelli, „Public Policy and the creation of active venture capital markets”, Banque Centrale Européenne, Working paper series, n°430, Janvier 2005

Enfin, on note que les incitations fiscales sont en général tournées vers les particuliers, alors que les entreprises sont des investisseurs importants en titres non cotés. La loi du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie, a certes prévu que les souscriptions en numéraire par des entreprises, pour une durée minimale de cinq ans, au capital de PME innovantes donnent droit à une réduction d'impôt sur les sociétés égale à 25% du montant de ces souscriptions, dans la limite d'un plafonds de 2,5% de cet impôt<sup>10</sup>. Mais cette mesure est limitée dans le temps : elle ne s'applique qu'aux souscriptions effectuées entre le 16 mars et le 31 décembre 2005. La pérennisation de cette mesure serait nécessaire pour qu'elle produise ses effets, et en particulier pour avoir une influence sur l'organisation des levées de fonds par les acteurs du capital investissement.

---

<sup>10</sup> Est aussi intégrée dans ce plafonds , la réduction d'impôt à laquelle donnent droit, en application de la même loi, les versements en numéraire au profit d'établissements publics de recherche ou d'enseignement supérieur, d'organismes sans but lucratif de recherche ou de PME innovantes.

## Annexe 1 : Quelques résultats de l'enquête conduite pour l'Observatoire de l'Épargne Européenne auprès des sociétés de capital investissement

Question aux responsables d'organismes de capital investissement : « Selon votre expérience sur les cinq dernières années, le dirigeant d'une entreprise envisage la cession de ses parts et son retrait de l'affaire dès la création de la firme » - % de réponses

	France	Allemagne	Espagne	Italie	Royaume-Uni
«Dans 25% des cas ou moins»	57 %	10%	20%	71 %	-
«Dans 25 à 75% des cas»	27%	70%	40%	56 %	62%
«Dans plus de 75% des cas»	-	20%	20%	29% -	38%

Question : « Selon votre expérience sur les cinq dernières années, le dirigeant d'une entreprise envisage la cession de ses parts et son retrait de l'affaire alors que l'entreprise est en phase de développement » En % du nombre de réponses

	France	Allemagne	Espagne	Italie	Royaume-Uni
«Dans 25% des cas ou moins»	33 %	8%	-	44 %	-
«Dans 25 à 75% des cas»	61%	58%	80%	56 %	36%
«Dans plus de 75% des cas»	6%	17%	20%	-	64%

Question : « Lors d'une transmission, demandez-vous aux anciens propriétaires de rester au capital de l'entreprise ? » - En % du nombre de réponses

	France	Allemagne	Espagne	Italie	Royaume-Uni
«Dans 25% des cas ou moins»	67 %	50%	50%	55 %	75%
«Dans 25 à 75% des cas»	21%	30%	25%	27 %	17%
«Dans plus de 75% des cas»	12%	20%	25%	18%	8%

Question : « Combien de temps demandez-vous aux anciens propriétaires de rester au capital de l'entreprise ? » - En % du nombre de réponses

	France	Allemagne	Espagne	Italie	Royaume-Uni
« Moins d'un an »	20 %	-	-	-	-
« Entre un et deux ans »	15%	-	1/3	11 %	29%
« Entre deux et trois ans »	15%	40%	1/3	11%	29%
« Plus de trois ans »	50%	60%	1/3	78%	43%

Question : « Lors d'une transmission, demandez-vous aux anciens dirigeants de rester dans l'équipe dirigeante de l'entreprise ? »

	<b>France</b>	<b>Allemagne</b>	<b>Espagne</b>	<b>Italie</b>	<b>Royaume-Uni</b>
«Dans 25% des cas ou moins»	42%	67 %	40%	60%	92%
«Dans 25 à 75% des cas»	39%	33 %	20%	30 %	-
«Dans plus de 75% des cas»	18%	-	40%	10%	8%

## Annexe 2 : les critères d'éligibilité des entreprises donnant droit aux avantages fiscaux

		Effectif maximum	Chiffre d'affaires maximum	Total de bilan maximum	Age maximum de la société	Autres conditions
Définitions Eurostat	Micro-entreprises	10 et	2 M€ ou	2 M€		
	Petites entreprises	50 et	10 M€ ou	10 M€		
	Moyennes entreprises	250	50 M€ ou	43 M€		
Réduction d'IR en cas d'achat d'actions non cotées (création d'entreprise ou augmentation de capital)			40 M€ ou	27 M€		
Sociétés dans lesquelles investissent les SUIR					5 ans	- Capital détenu à 50% au moins par des personnes physiques - Une SUIR doit détenir entre 5 et 20% du capital de la société
Déduction des pertes en capital de l'assiette de l'IR					Société nouvelle ou en redressement judiciaire	
Jeunes Entreprises Innovantes		250	40 M€ ou	27 M€	8 ans	- Capital détenu à 50% au moins par des personnes physiques ou des organismes de capital-investissement - Dépenses de recherche > 15% du Total des charges
Sociétés de capital risque (SCR)		-	-	-	-	-
FCPR		-	-	-	-	- Durée maximum d'un FCPR :10 ans
FCPI		500 (2.000 à partir de 2005)				- Capital non détenu majoritairement par des personnes morales - Dépenses de recherche cumulées sur les 3 derniers exercices > 1/3 du CA le plus élevé au cours des trois exercices précédents, ou figurer sur une liste de sociétés dont le caractère innovant est reconnu par OSEO anvar. - Le porteur de part et sa famille ne peuvent détenir plus de 10% des parts du fonds ni plus de 25% des droits sur le bénéfice des sociétés figurant à l'actif du fonds.
FIP		250	50 M€	43 M€		- Siège social dans le territoire défini par le FIP (au maximum trois régions voisines)