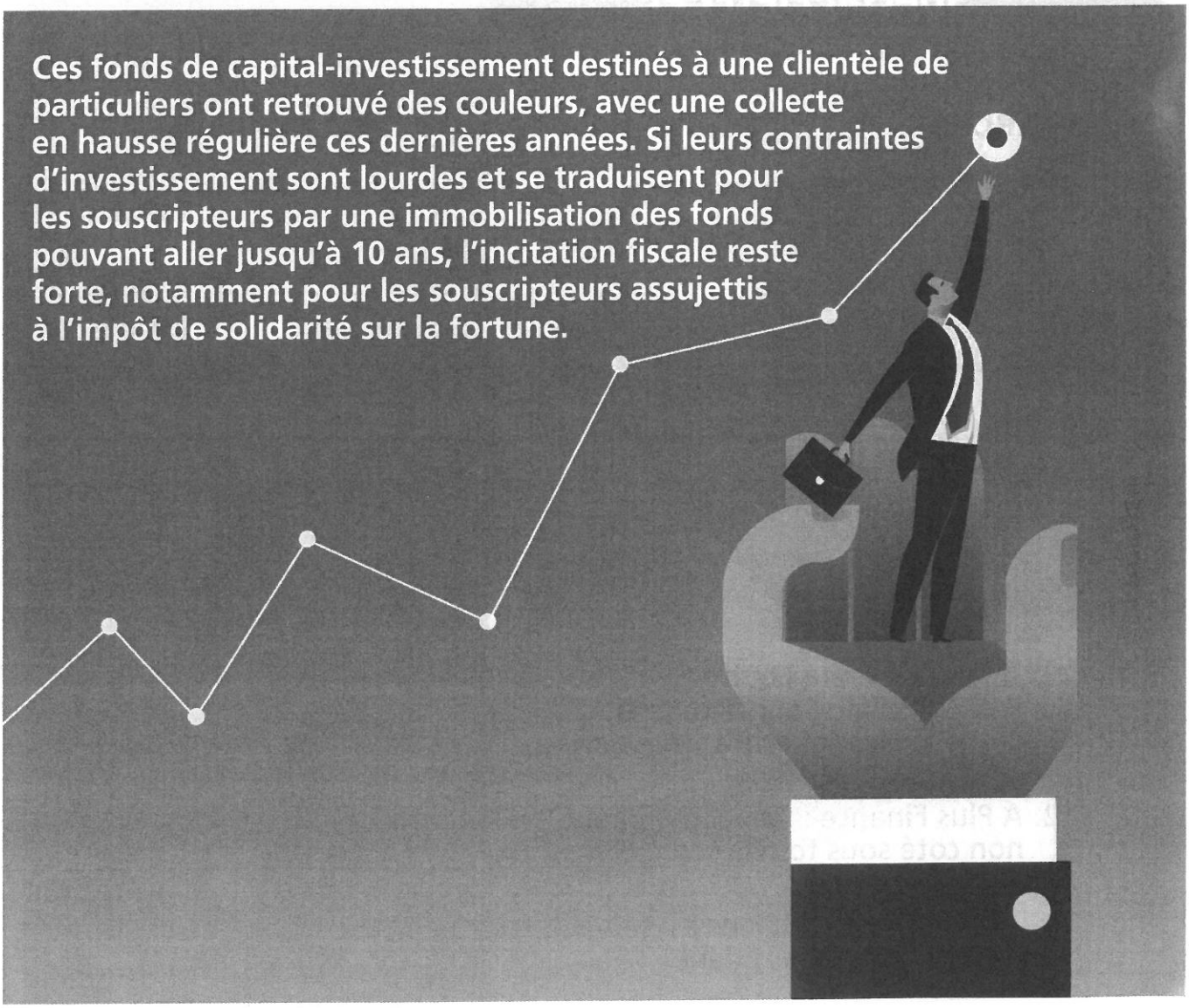
FIP et FCPI à nouveau sur le chemin de la croissance



Ces fonds de capital-investissement destinés à une clientèle de particuliers ont retrouvé des couleurs, avec une collecte en hausse régulière ces dernières années. Si leurs contraintes d'investissement sont lourdes et se traduisent pour les souscripteurs par une immobilisation des fonds pouvant aller jusqu'à 10 ans, l'incitation fiscale reste forte, notamment pour les souscripteurs assujettis à l'impôt de solidarité sur la fortune.

Historiquement, le capital-investissement, c'est-à-dire l'investissement au capital de sociétés non cotées, était l'apanage d'investisseurs institutionnels. Ce type de placements est en effet soumis à de nombreuses contraintes : capacité à trouver des opportunités d'investissement, nécessité d'évaluer soigneusement le potentiel et le risque avant d'investir, immobilisation des fonds investis pour des durées de 5 ou 10 ans parfois.

Que sont les FIP et FCPI ?

En créant les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) en 1997, puis les fonds d'investissement de proximité (FIP) en 2003, le législateur a eu la volonté de démocratiser le capital-investissement ou, si l'on veut, de transformer les Français en «business angels», et a pour cela offert aux souscripteurs de tels produits une incitation fiscale importante (lire l'encadré : FCPI et FIP : des fonds «fiscaux») en échange de contraintes assez strictes d'investissement.

Ainsi, les FCPI doivent investir à minima 70 % des encours qu'ils collectent auprès des investisseurs dans des sociétés reconnues comme innovantes, soit parce qu'elles peuvent justifier d'avoir dépensé en recherche-développement au moins 15 % de leurs charges déductibles (ou 10 % s'il s'agit d'une activité industrielle) au cours de l'exercice précédent, soit parce que leur caractère innovant est reconnu par un label décerné par Bpifrance. Il doit

FCPI ET FIP : DES FONDS «FISCAUX»

Depuis l'origine, les FCPI et FIP ont été assortis d'un avantage fiscal, commun aux deux supports. Initialement, c'est sur le seul impôt sur le revenu (IR) que portait cet avantage. Depuis la loi TEPA, s'est ajouté le dispositif ISF PME qui permet aux assujettis à l'ISF de réduire leur impôt jusqu'à une limite de 18 000 euros en utilisant un ou plusieurs FIP et/ou FCPI.

● On notera que si tous les FIP et FCPI doivent investir a minima 70 % de l'encours dans des titres éligibles (PME non cotées innovantes pour les FCPI, PME non cotées issues de quatre régions contiguës pour les FIP), le taux de réduction d'ISF permis par chaque enveloppe sera de 50 % du montant effectivement investi en titres éligibles. Un fonds qui investit 100 % en actifs éligibles pourra donc offrir une réduction ISF de 50 % des montants investis quand celui qui se limite à 80 % ne générera que 40 % de réduction ISF. Le fait de ne pas jouer à fond l'avantage fiscal ne signale pas que le produit est mauvais : certains FCPI choisissent en effet de conserver du cash afin de pouvoir réinvestir dans un éventuel deuxième tour au capital et ne pas se faire diluer.

● Ces avantages fiscaux sont liés pour le particulier à la détention des parts des fonds pendant cinq ans ou, plus exactement jusqu'au 31 décembre de la cinquième année suivant celle de la souscription.

Au moment de la sortie, les plus-values et revenus du fonds sont exonérés d'imposition.

● Quant à la réduction IR, elle existe toujours en parallèle et permet d'effacer jusqu'à 2 160 euros d'impôt pour une personne seule ou 4 320 pour un couple soumis à une imposition commune, cette réduction étant égale à 18 % du montant investi. Certaines sociétés de gestion commercialisent des fonds différents pour la campagne ISF et la campagne IR quand d'autres préfèrent utiliser les mêmes véhicules d'investissement : ainsi, en 2015, 61 % des fonds proposés étaient mixtes, contre 29 % dédiés à l'IR et 10 % réservés à la défiscalisation ISF.

● Signalons aussi le cas particulier des FIP Corse qui ont fleuri ces dernières années car ils bénéficient d'un coup de pouce supplémentaire : une réduction d'IR de 38 % du montant investi, dans la limite de 9 120 euros pour un couple ou 4 560 pour une personne seule.

On l'oublie souvent mais les FIP et FCPI ont un autre avantage fiscal. Au moment de la sortie, les plus-values et revenus du fonds sont exonérés d'imposition.

par ailleurs s'agir de sociétés ayant une activité commerciale et assujetties à un impôt sur les sociétés, sises dans l'espace européen et employant moins de 2 000 salariés.

Sans réelle surprise, les secteurs qui dominent dans les investissements des FCPI sont l'informatique et le numérique (32 %) et la santé/biotechnologie (29 %), qui devancent largement les télécommunications/communication (15 %) et l'environnement/énergie (14 %).

Les moindres contraintes sectorielles d'investissement liées aux FIP en font des véhicules plus diversifiés de ce point de vue. Ils doivent investir au moins 70 % de leur actif dans des petites ou moyennes entreprises (moins de 250 salariés) non cotées, quel que soit leur secteur d'activité. En revanche s'ajoute une contrainte géographique, les sociétés devant être issues de quatre régions françaises limitrophes, aucune des régions ne devant contribuer pour plus de 50 % des titres éligibles. Une majorité des FIP disponibles réduisent considérablement cette contrainte en ayant une logique dite «nord-sud», c'est-à-dire qu'ils se focalisent sur Ile-de-France, Bourgogne, Rhône-Alpes et PACA, afin de maximiser le gisement d'opportunités potentielles. Selon une étude récente de l'Association française des investisseurs en capital (AFIC), Ile-de-France et Rhône-Alpes ont en effet représenté à elles seules 70 % des transactions en capital-investissement en 2015.

Les acteurs du secteur

L'éclosion des FCPI puis des FIP a fait naître bien des vocations. Parmi les sociétés de gestion agréées par l'AMF, on compte beaucoup d'acteurs purement indépendants dans le secteur. C'est le cas de 123 Venture, créé en 2001 et qui gère aujourd'hui 1,2 milliard d'euros, de A Plus Finance, fondé en 1998 (650 millions d'euros sous gestion), de Truffle Capital (730 millions d'euros d'actifs) qui fête cette année ses 15 ans. D'autres sont au contraire filiales de grands groupes bancaires, comme Seventure Partners (groupe Natixis) ou Amundi Private Equity Funds (5,5 milliards d'euros sous gestion en incluant l'activité de fonds de fonds), affilié au groupe Crédit Agricole. D'autres ont eu un parcours mixte, tel Omnes Capital, sorti du giron de Crédit Agricole pour être repris par ses managers.

A côté de la création de FIP, FCPI, certaines sociétés développent d'autres produits financiers pour les investisseurs particuliers, souvent liés également à un dispositif fiscal. Il peut s'agir de mandats de gestion ISF ou holdings ISF, qui permettent aux

gros payeurs d'ISF de bénéficier d'un avantage fiscal équivalent à celui d'un investissement en direct (50 % de réduction ISF, jusqu'à 45 000 euros), c'est-à-dire supérieur à celui des FIP et FCPI, ou de produits d'investissement dans le cinéma (SOFICA). Parfois, les sociétés de capital-investissement qui proposent des FIP et FCPI développent aussi des offres à destination des investisseurs institutionnels, ce qui leur permet d'attirer assez vite des montants plus importants.

Une offre moins pléthorique...

En 2015, 80 véhicules d'investissement de type FIP ou FCPI se sont disputé les faveurs des particuliers souhaitant optimiser leur fiscalité. Ils ont levé un total de souscriptions de 861 millions d'euros. On a assisté à une véritable rationalisation de l'offre depuis l'année 2011 où le paysage concurrentiel comptait encore 106 fonds pour une collecte alors tombée à 646 millions d'euros. Combinée au retour en grâce de la classe d'actifs (lire l'encadré : FIP et FCPI redressent la tête), cette diminution quantitative de l'offre est une bonne nouvelle pour le secteur. En effet, cela a permis au montant moyen levé par fonds de progresser de 6,1 à 10,8 millions d'euros : en 2015, 63 % des FIP (56 % des FCPI) présents sur le marché ont ainsi pu lever plus de 5 millions d'euros. Cet élément est important car, lorsque les fonds sont incapables d'attirer suffisamment d'argent, ils vont se retrouver mécaniquement contraints d'investir dans des dossiers plus petits, et par conséquent plus fragiles, ce qui expose les investisseurs à un risque supérieur.

... et suffisamment diversifiée

Si l'argument fiscal fait mouche, il ne faut pas qu'il soit le seul et unique argument. Le choix d'un FIP ou d'un FCPI est avant tout un investissement dont l'investisseur doit décider s'il convient ou non à ses besoins et à son goût plus ou moins prononcé pour le risque. Logiquement, les FIP sont relativement moins risqués. Ils sont calibrés pour des investissements dans des PME solides, rentables et souvent leaders sur une niche de marché. La possibilité offerte désormais d'investir une partie des FIP sous forme d'obligations permet de jouer sur un véritable effet amortisseur : surtout, les obligations convertibles vont générer un coupon et, comme elles ont une échéance donnée, elles sont de nature à faciliter la sortie. Certains FIP peuvent ainsi espérer commencer à rendre une partie de l'argent à leurs clients dès la période de blocage obligatoire révolue. Côté FCPI, chacun cultive sa vision de l'innovation et du cadre réglementaire.

Certains produits ne vont pas hésiter à jouer sur la possibilité qui leur est offerte d'investir sur des sociétés innovantes cotées sur Alternext ou Eurolist : ils vont ainsi avoir un profil de risque ressemblant à celui d'une Sicav «small caps». Là aussi, un intérêt est la facilité à clôturer le fonds aussitôt que possible. D'autres vont au contraire miser sur une stratégie à plus haut risque en finançant des sociétés très tôt, voire en participant à leur création : des stratégies évidemment plus risquées qui nécessitent une période d'immobilisation plus longue mais peuvent se révéler plus créatrices de valeur, à la fois pour l'investisseur et les entreprises financées.

Des performances qui restent difficiles à lire

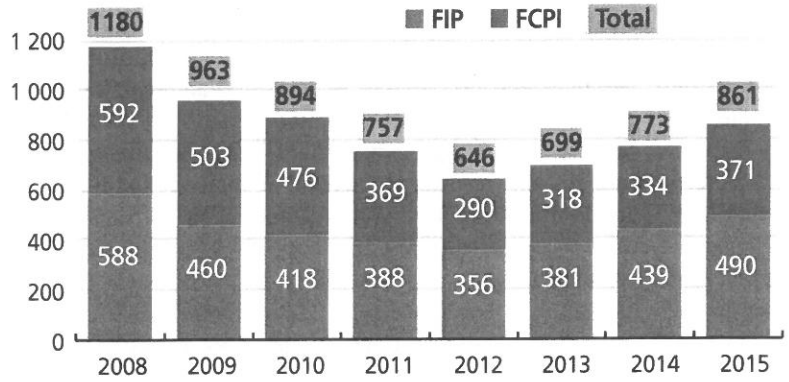
La question des performances est évidemment importante, mais compte tenu de la relative jeunesse du secteur et de la longueur de la période d'immobilisation des fonds, elle est difficile à lire. En effet, les valeurs liquidatives des fonds qui ne sont pas encore clôturés

FIP ET FCPI REDRESSENT LA TÊTE

La collecte des FIP et FCPI fut durement touchée dans la foulée de la grande crise financière de la fin de décennie précédente. Depuis, elle a repris le chemin de la hausse, sans toute fois retrouver le point haut de 2008 (près de 1,2 milliard d'euros). Dans cette reprise, les FIP ont pris le pas sur les FCPI. Avec un rebond de 37,6 % depuis le point bas de 2012 et un niveau de levée de fonds de 490 millions d'euros sur l'exercice 2015, ils ne retrouvent pas tout à fait le niveau de 588 millions d'euros de 2008 mais s'en rapprochent. A l'inverse, les FCPI ont eu plus de mal à remonter la pente, même si les fonds levés s'avèrent tout de même en hausse de 27,9 % entre 2012 et 2015 : une hausse graduelle mais très régulière. Du coup, en 2015, les FIP ont représenté 56,9 % de la collecte des fonds fiscaux destinés aux particuliers, alors qu'ils faisaient jeu égal avec les FCPI en 2008. Il est vrai qu'ils ont un profil a priori plus sécurisant, investissant dans des sociétés plus matures alors que les FCPI subissent les risques très spécifiques de l'investissement dans l'innovation.

Quoi qu'il en soit, l'évolution de la collecte ces dernières années semble se faire sur des bases saines puisqu'elle résulte à la fois d'une hausse du nombre de souscripteurs (99 000 en 2015, soit une hausse de 16,5 % en trois ans) et d'une augmentation du montant moyen souscrit (8 740 euros, soit + 14,7 % en trois ans).

Historique des fonds levés par les FIP et FCPI (en M€)

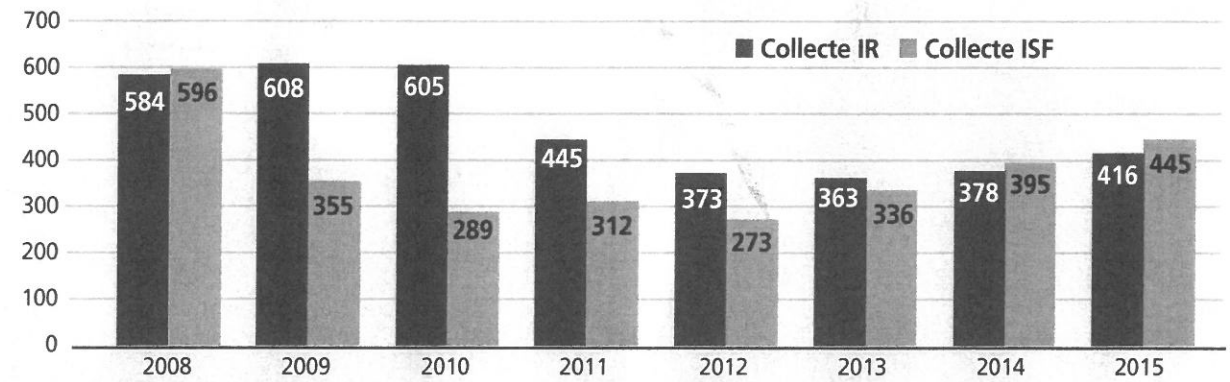


Source : AFIC-AFG

L'ISF EST REDEVENU LE MOTEUR PRINCIPAL DE LA COLLECTE

Les FIP et FCPI peuvent être utilisés pour effacer tout ou partie de son impôt sur le revenu (IR) ou de son impôt sur la fortune (ISF). Mais le poids respectif de ces deux moteurs fiscaux a considérablement évolué avec le temps. En 2008, la répartition de la collecte des FIP/FCPI entre les deux campagnes était très proche du 50/50. Ensuite, les fonds ISF ont subi deux impacts significatifs : d'un côté, la réduction d'impôt a été abaissée en 2011, passant de 75 % à 50 % du montant investi. L'autre impact est lié à la crise et à la baisse de valeur des patrimoines des contribuables qui a fait dégringoler le nombre des contribuables ISF de moitié en 2011 : 291 630 assujettis, contre 593 878 en 2010. En 2010, la collecte ISF ne représentait plus que la moitié de la collecte IR. Depuis, avec la remontée graduelle du nombre de redevable, et surtout un nouveau record dans les montants ponctionnés par l'Etat au titre de l'ISF (5,2 milliards d'euros en 2014), l'équilibre est revenu. Sur les deux derniers millésimes, les fonds ISF connaissent à nouveau une collecte légèrement supérieure à celle des fonds IR.

Collecte fonds IR et fonds ISF entre 2008 et 2015 (en millions d'euros)



Source : AFIC-AFG

doivent intégrer, dans une logique de prudence, des risques de perte de valeur d'ores et déjà identifiés. En revanche, il faut attendre que la participation dans une société soit effectivement cédée, soit à un acteur industriel, soit à l'occasion d'une introduction en bourse, par exemple, pour que la véritable valeur d'un investissement soit enfin réalisée. En d'autres termes, tout au long de la durée de vie d'un fonds, c'est-à-dire entre 5 et 10 ans, les mauvaises nouvelles seront intégrées avant les bonnes dans les valeurs liquidatives publiées des fonds. C'est ce qu'on appelle parfois la courbe en J : la valeur liquidative a d'abord tendance à évoluer vers le bas avant de remonter brusquement en fin de vie du fonds.

Il n'en reste pas moins que les performances sont très volatiles et que les différents millésimes d'une même maison de gestion peuvent aboutir à des résultats très différents. S'ils s'affranchissent de la volatilité boursière, les fonds non coté que sont les FIP et FCPI ne sont en revanche pas indépendants de certains cycles d'investissement ou de la conjoncture économique. Il est donc souvent plus sage d'investir un peu moins, mais régulièrement chaque année, plutôt que de chercher l'optimisation fiscale sur une année donnée. FIP et FCPI restent des produits éminemment risqués et il faut s'assurer de pouvoir supporter le risque pris.

Quel avenir pour le secteur ?

Début 2016, la publication d'une série de recommandations de la Cour des comptes sur la dépense fiscale liée au dispositif ISF PME a fait couler beaucoup d'encre. L'institution suggère notamment que l'efficacité du dispositif sur le financement des PME, qu'il est censé favorisé, reste douteuse. Si l'investissement intermédié (c'est-à-dire les FIP et FCPI) n'est pas exempt de critiques aux yeux des sages de la rue Cambon, qui pointe notamment les frais élevés liés à ce type de produit, ils semblent tout de même valider les mérites du secteur. Leur étude fait apparaître que les entreprises bénéficiant du dispositif ISF PME au travers de FIP ou FCPI «connaissent un développement plus soutenu, notamment en termes d'effectifs et corrélativement de masse salariale» que celles bénéficiant d'un investissement en direct. Cela n'est pas pour étonner : les équipes d'investissement des fonds ne se contentent pas de conclure des «deals» mais ont vocation à soutenir et accompagner les entreprises dans lesquelles elles ont investi et sont généralement représentées à leur conseil d'administration. La Cour des comptes juge ainsi injustifié le traitement fiscal plus favorable de l'investissement en direct et recommande une unification qui pourrait être bénéfique au secteur.

Reste la question de la pérennité ou non de l'ISF, cet impôt étant clairement aujourd'hui un élément vital dans la collecte enregistrée par les fonds (lire encadré L'ISF est redevenu le moteur principal de la collecte). ■

Emmanuel Schafroth

Truffle Capital : 15 ans au service de l'investissement dans l'innovation

Depuis sa création, la société a su rester fidèle à son ADN, focalisant ses investissements dans l'innovation et plus particulièrement sur deux secteurs : les sciences de la vie et les technologies de l'information. Acteur indépendant du capital-risque, Truffle est toujours détenu à 100 % par ses trois fondateurs.

Sneha Hiremath

Truffle Capital fête cette année ses 15 ans d'existence : 15 ans dédiés au financement en capital-risque durant lesquels la société est restée concentrée sur ses deux secteurs de prédilection, les sciences de la vie et les technologies de l'information.

Ces choix résultent directement du parcours des trois associés fondateurs, qui contrôlent toujours l'intégralité du capital. Bernard-Louis Roques avait auparavant fondé ABN Amro Venture Capital et mené de nombreux investissements dans les nouvelles technologies, tandis que Philippe Pouletty est docteur en médecine et fut à l'origine de plusieurs sociétés de biotechnologies avant de cofonder Truffle Capital. Enfin, Henri Moulard est issu du monde de la banque et de l'assurance : il a notamment présidé Neuflize et Generali France.

Aujourd'hui, Truffle Capital totalise 730 millions d'euros sous gestion et emploie une vingtaine de personnes. La société a contribué à financer 84 entreprises innovantes, dont 13 sont aujourd'hui cotées en bourse. On peut citer des noms comme l'emblématique Carmat, à l'origine d'un succès à la fois médiatique et technique avec son coeur artificiel, le spécialiste des antiviraux Abivax ou l'agence de marketing digital NetBooster. «Nos deux secteurs de prédilection ont pour point commun le fait que beaucoup de besoins ne sont pas encore satisfaits, ce qui ouvre la voie à des innovations de rupture», explique Sneha Hiremath, directeur du développement de Truffle Capital. Précisément, Truffle Capital cultive une vision très pure de l'innovation et du capital-risque, misant sur des acteurs susceptibles de révolutionner leur marché. «C'est une partie intégrante de notre processus que d'aller chercher très en amont les opportunités d'investissement, y compris en participant à la création de l'entreprise elle-même», ajoute Sneha Hiremath.

Truffle Capital peut ainsi capitaliser directement sur une rencontre avec un entrepreneur ayant une idée originale ou une technologie innovante. «Cela explique que notre portefeuille de participations se recoupe très peu avec ceux d'autres acteurs du capital-investissement», explique Sneha Hiremath. Ces créations d'entreprises ne se font pas nécessairement ex nihilo car il peut s'agir de spin-offs d'activités nées dans de grands groupes industriels ou encore des laboratoires universitaires. Ce fut le cas pour Carmat, société dont le nom est formé des premières lettres du nom du professeur Carpentier, à l'origine du projet, et du groupe Matra de Jean-Luc Lagardère, son premier financeur.

Truffle Capital accompagne les entreprises dans la durée, jusqu'à une cession industrielle ou jusqu'à une introduction en bourse, voire au-delà : les prises de participations sont importantes, parfois même majoritaires. Cela se traduit par une représentation au conseil d'administration des entreprises. «Elles bénéfi-

cient aussi de notre savoir-faire, de notre carnet d'adresses et d'un accompagnement réel dans la prise de décisions stratégiques ou la recherche d'autres sources de financement», ajoute Sneha Hiremath. L'entrepreneur peut ainsi se focaliser sur le développement de son activité.

Depuis plusieurs années déjà, Truffle Capital s'intéresse aux fintechs et a fait partie des premiers investisseurs dans ce secteur aujourd'hui très médiatisé. Cet angle particulier a même conduit la société de capital-investissement à créer dans ses locaux un incubateur pour ses jeunes pousses dans ce domaine. Il héberge aujourd'hui quatre entreprises qui peuvent ainsi échanger sur leurs meilleures pratiques et faire jouer d'éventuelles synergies : le spécialiste du prêt participatif Credit.fr, créé avec Thomas de Bourayne (ex-Experian) et présidé par Geoffroy Roux de Bézieux ; Paytop, qui propose notamment la première carte de crédit française multidevise ; Smile&Pay, qui commercialise un terminal de paiement avec une tarification spécialement adaptée aux petits commerces et dont Renaud Dutreil est aujourd'hui le président ; et enfin Wizypay, positionné sur le concept de la carte-cadeau électronique. Un véritable écosystème de la fintech, qui permet une certaine mutualisation des problématiques de réglementation du secteur.

Autre cas de création d'entreprise faite sous l'égide de Truffle Capital : Abivax, qui développe des vaccins thérapeutiques contre le sida et l'hépatite B chronique et est issue de la fusion en 2013 de trois sociétés du portefeuille de participations. La société a été introduite sur Euronext en 2015 et a ainsi levé près de 60 millions d'euros, ce qui en faisait la plus grosse levée de fonds d'une introduction boursière à Paris dans le secteur des biotechnologies.

Si la majorité de la clientèle d'investisseurs de Truffle est composée de particuliers, la société a aussi des fonds institutionnels et cultive une particularité notable : c'est une stratégie d'investissement unique qui est proposée depuis 15 ans à cette clientèle variée, mixant dans les mêmes supports investissements en sciences de la vie et en technologies de l'information. «Cette répartition est bénéfique pour lisser la courbe de performances, conclut Sneha Hiremath. Dans les technologies de l'information, les sociétés peuvent avoir des cycles de maturité plus courts, ce qui permet parfois de faire de premières cessions dès la sixième année, tandis que dans les sciences de la vie, les sorties peuvent nécessiter plus de temps, mais se faire dans les meilleurs cas sur des multiples de valorisation beaucoup plus élevés.» ■

Emmanuel Schafroth

QUESTIONS À...

Sneha Hiremath, directeur du développement de Truffle Capital

TITULAIRE D'UN MASTER EN BANQUE/FINANCE DE L'UNIVERSITÉ PARIS-DAUPHINE, SNEHA A ÉTÉ RESPONSABLE DE L'ANALYSE DE FONDS CHEZ GLOBAL PRIVATE EQUITY, UNE SOCIÉTÉ CHARGÉE DE LEVER DES FONDS AUPRÈS D'INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS POUR LE COMPTE D'ACTEURS INTERNATIONAUX DU CAPITAL-INVESTISSEMENT.
ELLE A REJOINT EN 2009 TRUFFLE CAPITAL, OÙ ELLE DIRIGE LE PÔLE MARKETING ET COMMERCIAL. ELLE EST À LA FOIS EN CHARGE DE LA CONCEPTION DE NOUVEAUX PRODUITS, DES RELATIONS AVEC LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET D'UNE ÉQUIPE COMMERCIALE DE TROIS PERSONNES.

Comment se structure votre offre ISF ?

Nous avons une double offre cette année. Tout d'abord le mandat de gestion Truffle PME 2016, qui est réservé aux patrimoines supérieurs à 2,57 millions d'euros et qui permet une réduction ISF de 50 % de l'investissement et jusqu'à 45 000 euros de réduction. Les investisseurs deviendront actionnaires de plusieurs entreprises innovantes, dont certaines en phase de création.

Ensuite, nous proposons également un FCPI, baptisé Truffle InnoCroissance 2016, qui permet une réduction d'ISF à hauteur de 45 % de l'investissement jusqu'à 18 000 euros. Comme tous nos autres fonds, ainsi que le mandat de gestion, ce FCPI investira dans des innovations de rupture dans les domaines des sciences de la vie et des technologies de l'information. Nous considérons que c'est là où il y a un vrai manque en matière d'investissement, alors qu'il y a un potentiel important de création de valeur et de performance mais aussi d'emplois.

Que pensez-vous des nouvelles contraintes imposées au dispositif d'investissement TEPA ISF ?

En effet, la loi de finances 2016 pose de nouvelles conditions sur les sociétés éligibles à la réduction ISF. Désormais seules les PME de moins de sept ans sont éligibles aux investissements directs ISF et aux FIP, et de moins de 10 ans pour les FCPI. Il y a donc une réelle volonté du législateur de flécher davantage l'épargne des Français vers des entreprises jeunes et innovantes. Pour nous, il ne s'agit pas d'une contrainte, mais d'un avantage concurrentiel, puisque ces nouvelles dispositions ne nous obligeront aucunement à modifier notre stratégie et notre processus d'investissement. Depuis 15 ans, nous nous efforçons non seulement de respecter la réglementation mais aussi son esprit – et cela porte ses fruits car tous nos fonds actuellement en phase de sortie ont une performance positive avant avantage fiscal.