

# Les véhicules ISF entrent en force dans le non-coté

jeanrognetta

**Les fonds ISF ont réuni environ 600 M€ en quelques mois. Malgré les polémiques, la réforme aura un effet profond sur le capital-risque et le capital-développement en France.**

« En ouvrant la porte à l'investissement individuel, la loi Tepa a mis en marche une profonde révolution dans le capital-investissement », estimait Jérôme Gallot, P-dg de CDC Entreprises, alors que la collecte des fonds de défiscalisation ISF battait son plein. De fait, à la mi-juin (\*), à quelques jours de la date butoir, la récolte s'établissait déjà au-dessus de 575 M€. Et ces chiffres ne tiennent compte que des véhicules intermédiés et des holdings organisés par des gérants de fonds ou des clubs de business angels (cf. tableau, p. 17). On peut supposer que les contribuables ont montré le même enthousiasme pour des investissements directs ou via des holdings moins structurés, au cœur du dispositif prévu par la loi Tepa. Cet afflux massif de capitaux, toutefois, n'a pas été sans polémiques. Deux risques ont été particulièrement mis en avant : le dévoilement de la mesure par l'ingénierie financière et le déséquilibre du

marché par un afflux de capitaux trop brutal. La difficile genèse du dispositif explique pour une large part ces débuts contrastés. A l'origine, la loi ne prévoyait d'exempter de l'ISF que les investissements directs dans les PME. Nombre d'entre elles ont joué le jeu, s'appuyant parfois sur des pôles de compétitivité – à l'instar de la parisienne Wallix, de System@TIC – ou sur des réseaux de business angels.

## Réflexions multiples

D'autres entrepreneurs, comme Philippe Dubus, le P-dg de Groupe Assmann, spécialisé dans le retournement de sociétés en difficulté, ont tenté de trouver des investisseurs directement. Non sans succès : sa filiale Fonds Return prévoyait de lever, le 10 juin, plusieurs centaines de milliers d'euros. Mais l'ampleur en reste limitée face aux ambitions de Groupe Assmann. « Une PME ne peut rivaliser avec de grandes banques et des marques financières établies, analyse Philippe Dubus. Cependant, avec le temps, nos investisseurs analyseront leurs retours et une initiative comme la nôtre fera boule de neige. »

Des amendements introduits par le député des Yvelines, Jean-Michel Fourgous, et par le sénateur de l'Aube, Philippe Adnot, ont ensuite étendu le bénéfice de la loi à des souscriptions dans des fonds de capital-investissement (FCPI, FIP, FCPR)

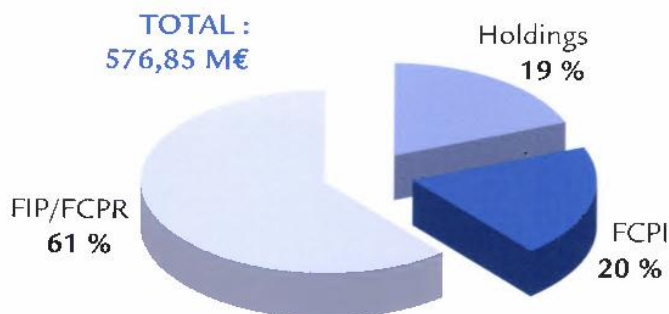
et dans des holdings (pour favoriser les clubs de business angels). Mais il a fallu attendre le mois de mars pour que soit levée une inconnue de taille : la compatibilité avec les normes européennes. Les gérants de fonds n'ont donc disposé que de peu de temps pour se préparer. De plus, leurs véhicules ont souffert d'un handicap : la déduction fiscale étant limitée à 50 % des sommes investies, les fonds ISF n'offrent, le plus souvent, que 30 % à 35 % de réduction fiscale effective sur l'ISF – augmentée, il est vrai, d'une réduction sur l'IRPP de 7,5 % à 10 % des sommes investies. De plus, ils sont soumis à des contraintes spécifiques, comme celle d'investir de 20 % à 40 % du fonds dans des entreprises de moins de cinq ans. Au contraire, les holdings bénéficiaient de la plus forte incitation fiscale : 75 % des montants investis peuvent être déduits de l'impôt, dans la limite d'un plafond de 50 000 €. Et ils ne sont soumis à aucune contrainte d'investissement, si ce n'est de finaliser les augmentations de capital avant le 15 juin (hormis pour les holdings animateurs).

## Feu sur les holdings

Ces facteurs ont donc limité le potentiel de collecte des FIP et des FCPI, mais aussi de la plupart des holdings. Meeschaert Gestion Privée, par exemple, a apporté environ 5,3 M€ à deux

## Les FIP l'emportent dans la collecte ISF

Source : Capital Finance





holdings créés et conseillés par Sophia Business Angels. Dans l'attente de l'agrément AMF, elle a dû limiter le nombre de souscripteurs à moins de 100 par holding et s'interdire tout démarchage. « *Pourtant, nous aurions pu collecter des montants bien supérieurs !* », s'exclame Christophe Goudal, qui a organisé l'opération. Mais déjà, une quinzaine de start-up européennes ont reçu de tels investissements, dont sept sont encore à l'état de projet. Dans le même temps, trois montages ont permis de réunir des sommes plus importantes. Le cabinet Fleuret et Associés a été à l'initiative de Finarea, des holdings animateurs créés en association avec des conseils en gestion de patrimoine ; au total, ont été constituées une quinzaine de sociétés, recueillant quelque 22 M€. Audacia, pour sa part, a misé sur la loi Tepas dès la rentrée 2007, obtenant le statut de CIF (conseil en investissements financiers) et l'agrément AMF nécessaire pour faire appel public à l'épargne. Elle a constitué par avance un portefeuille de BSA dans des PME familiales peu risquées : hôtels franchisés, crèches et maisons de retraite conventionnées... 123 Venture, enfin, a réuni 43 M€ dans un holding qui a investi dans des parcs éoliens et solaires et, pour moitié, dans un montage financier original. La société de gestion s'est appuyée sur quelque 70 PME industrielles, d'une vingtaine de secteurs différents, avec qui elle a pré-négocié des locations pour du matériel professionnel. Le holding que 123 a commercialisé devait investir dans une trentaine de sociétés ad hoc - dans les faits, des special purpose vehicles (SPV) - qui ont fait l'acquisition du matériel et le louent aux PME partenaires. Le débouclage de l'opération après cinq ans sera

donc aisé, alors que le risque pour le souscripteur semble très réduit. De fait, 1 400 particuliers ont souscrit au holding, pour un total de 43 M€. Le succès a été au rendez-vous... Ainsi que la controverse. « *Halte au dévoiement !* », s'exclame le sénateur Philippe Adnot. *Quand on loue des biens ou que, comme certains, on investit dans l'immobilier, on détourne la loi de son sens, qui voulait favoriser les holdings de business angels.* » Il se promet de présenter un amendement dès que possible - sans doute à la prochaine loi de finances - pour harmoniser les incitations fiscales et soumettre les holdings aux mêmes contraintes d'investissement que les FIP et les FCPI.

#### FIP : la part du lion

Pour visible qu'elle ait été, cette querelle ne doit pas détourner le regard du principal effet de la loi : un renforcement majeur des fonds consacrés à l'amorçage. Dans les technologies, le risque de surchauffe est ressenti comme particulièrement aigu. Après deux collectes record des FCPI, en 2007 et en 2006, et à l'heure même où le nombre de FCPR levés augmente régulièrement, l'afflux de capitaux supplémentaires pourrait enclencher une inflation des valorisations sans commune mesure avec la qualité du deal flow. Ou bien financer des projets d'entreprise qui ne méritaient pas de l'être, perturbant le marché sans rémunérer les mises des souscripteurs. « *Il ne faut pas oublier que les dispositions forcent*

*la capital à aller vers des mises comprises entre 0,5 M€ et 1,5 M€ : là où le risque est le plus fort et où l'on constatait un "equity gap" », tempère Antoine Colboc, qui dirige l'activité capital-risque chez Crédit Agricole Private Equity. Ce dernier a réuni presque 60 M€ sur deux FCPI ISF et renforcé son équipe d'investisseurs pour faire face à la surcharge de travail. Pour d'autres, la stratégie d'investissement évoluera peu. « Notre spécialisation dans les spin-off fait que les conditions réglementaires des FCPI ISF ne rendent nécessaire aucun réalignement de notre démarche », analyse Bernard-Louis Roques, l'un des partners de Truffle Capital. Mais son cas semble plutôt l'exception que la règle.*

Surtout, les FIP se sont taillé la part du lion dans la collecte : 353 M€ sur 577 M€, selon notre recensement du 12 juin. Soit presque autant que les sommes qu'ils avaient réunies l'an dernier (environ 370 M€). La collecte ISF vient donc réé-

quilibrer la donne en faveur du capital-développement. Et la profondeur du marché y est tout autre. « *En France, de 15 000 à 17 000 PME cherchent chaque année des capitaux pour financer leur croissance, et elles ne les trouvent pas !* » rappelle Grégoire Sentilhes, président d'Aurel NextStage. Déjà soumis à des contraintes ISF moindres (20 % des sociétés recevant leurs investissements doivent avoir moins de cinq ans), les FIP devraient voir leur régime assoupli par la loi de modernisation de l'économie (LME). Celle-ci prévoit en effet de porter à quatre régions limitrophes leur zone d'investissement. Elle lève ainsi une des hypothèques de l'instrument en passe de devenir, grâce à la loi Tepas, le véhicule-phare pour le capital-investissement. ■

(\* Les délais techniques de fabrication ont empêché le présent hors-série de bénéficier de l'étude systématique sur la collecte des véhicules ISF qui devrait paraître fin juin dans la lettre Capital Finance.

#### La belle collecte 2008 des fonds ISF ▶

Données établies au 12 juin 2008

Source : Capital Finance

| Société de gestion          | Montant levé estimatif (M€) | Véhicules      |
|-----------------------------|-----------------------------|----------------|
| 123 Venture                 | 82,0                        | Holding + FCPI |
| CAPE                        | 59,0                        | FCPI           |
| Entrepreneur Venture        | 52,0                        | FIP            |
| Sgam AI PE                  | 50,0                        | FIP            |
| Turenne Capital Partenaires | 50,0                        | FIP            |
| Audacia                     | 30,0                        | Holdings       |
| OTC AM                      | 30,0                        | FIP            |
| Fonds d'invest. de Bretagne | 25,0                        | FIP            |
| Aurel NextStage             | 24,0                        | FIP            |
| Finarea                     | 22,0                        | Holdings       |
| A Plus Finance              | 20,0                        | FCPI + FIP     |
| NPE (Seventure et Naxicap)  | 18,7                        | FCPI + FCPR    |
| Alto Invest                 | 17,5                        | FCPI           |
| Avenir Finance              | 17,0                        | Holding + FIP  |
| Viveris Management          | 16,0                        | Holding + FIP  |
| Truffle Capital             | 11,0                        | FCPI           |
| Sigma Gestion               | 10,0                        | FIP            |
| Inocap                      | 6,0                         | FIP            |
| Meeschaert Gestion Privée   | 5,3                         | Holdings       |
| Innoven Partenaires         | 5,0                         | FCPI           |
| Icso PE                     | 4,5                         | FIP            |
| Dével. & Partenariat        | 1,9                         | Holding        |
| Autres gérants              | 20,0                        | FIP            |
| <b>TOTAL</b>                | <b>576,9</b>                |                |