



Aymeric Tassel

« Quelle fiscalité des plus et moins-values de cession de titres pour le capital-risque ? »

Mémoire de Master 2 de Droit Fiscal de l'Université Paris 1 Panthéon Sorbonne sous la direction de M. Daniel Gutmann.

Année universitaire 2016-2017

Sommaire

Introduction	6
Partie 1 : Le régime général des plus et moins-values de cession de titres et ses dérogations en faveur de l'investissement dans les jeunes entreprises innovantes.....	23
Chapitre 1 : Etude du régime fiscal général des plus et moins values de cession de titres....	23
Titre I : Les deux régimes fiscaux généraux des plus-values de cession de titres.....	23
Sous-titre 1 : Le régime général des plus-values de cession de titres des particuliers.....	24
Sous-titre 2 : Le régime général des plus-values professionnelles.....	28
1) Le régime des plus-values professionnelles des sociétés soumises à l'IR.....	30
2) Le régime des plus-values professionnelles des sociétés soumises à l'IS.....	31
Titre II : Le traitement fiscal français des moins-values de cession de titres.....	34
Sous-titre 1 : Le traitement fiscal des moins-values de cession de titres réalisées par des particuliers.....	35
Sous-titre 2 : Le traitement fiscal des moins-values professionnelles.....	39
Chapitre 2 : Les quatre types d'exceptions à ce régime général et leur application en faveur du capital-risque.....	41
Sous-titre 1 : L'abattement.....	42
Sous-titre 2 : le taux réduit.....	45
Sous-titre 3 : l'exonération.....	55
Sous-titre 4 : le report.....	59
1) Le report anciennement prévu au 1 du I de l'article 150-0 C du CGI.....	59
2) Le report mis en place par le compte PME Innovation.....	62

Partie 2 : Réflexions sur la pertinence des dispositifs fiscaux mis en œuvre jusqu'ici en vue de soutenir l'investissement dans les jeunes entreprises innovantes.....	66
Chapitre 1 : Une probable incohérence entre régime actuel des plus-values de cession de titres et besoin en financement des jeunes entreprises innovantes.....	67
Titre I : Réflexions sur le marché actuel des entreprises innovantes, du capital-risque et sur les besoins de chacun.....	67
Sous-titre 1 : Réflexion sur les besoins en financement des entreprises innovantes.....	67
Sous-titre 2 : Réflexion sur les besoins des acteurs du capital-risque.....	70
Titre II : Les insuffisances du régime fiscal français des plus et moins values de cession de titres au regard de ces besoins.....	75
Sous-titre 1 : La prédominance d'une logique anti-abus justifiée par une volonté de favoriser un investissement de long-terme.....	76
Sous-titre 2 : Quelle appréciation de la notion de « risque » au niveau de la jeune entreprise innovante ?.....	80
1) Une approche insuffisamment stricte de la notion de « jeune entreprise innovante » par le législateur.....	80
2) Réflexion autour des possibilités d'intégration de la notion de « risque » dans le mécanisme même des régimes de faveur.....	85
Chapitre 2 : Les problèmes relatifs aux « incitations à l'entrée » justifiant l'appel à un recentrage sur les « incitations à la sortie ».....	93
Titre I : Présentation des trois « incitations à l'entrée » existantes ainsi que des différents problèmes relatifs à leur mise en œuvre.....	94
Sous-titre 1 : Description des trois dispositifs constituant des « incitations à l'entrée ».....	94
1) Le dispositif IR-PME (Madelin).....	94
2) Le dispositif ISF-PME.....	96

3) L'amortissement exceptionnel en faveur du « Corporate Venture Capital ».....	98
<u>Sous-titre 2</u> : les difficultés d'ordre structurel liées à la mise en œuvre de ces dispositifs...	99
1) Une rigidité de la chaîne d'investissement structurellement induite par la condition de durée de détention.....	100
2) Une difficile coexistence – là aussi structurelle – entre « incitations à l'entrée » et « incitations à la sortie ».....	102
<u>Titre II</u> : L'absence de prise en compte du « risque » : un outil de défiscalisation plus qu'une incitation à de l'investissement pertinent.....	105
<u>Sous-titre 1</u> : Un simple outil de défiscalisation du fait d'une absence de prise en compte du risque pris par l'investisseur.....	105
<u>Sous-titre 2</u> : Une efficacité relative, preuve d'un nécessaire désengagement de l'Etat ?....	107
Conclusion	111
Bibliographie	116

Introduction

La Florence de la Renaissance aurait-elle marqué de son empreinte indélébile l'Histoire des Arts si ses artistes n'avaient été financièrement soutenus par plusieurs générations de princes mécènes, dont le plus célèbre fut Laurent de Médicis, dit le Magnifique (1449-1492) ? Il est permis d'en douter. Tout comme il est permis de douter du succès de la Silicon Valley depuis la seconde partie du 20^{ème} siècle si de nombreux investisseurs d'un nouveau genre n'y avaient vu le jour : les « venture capitalist ».

Certes, le parallèle entre ces deux situations peut paraître audacieux tant il semble a priori délicat de comparer d'une part la création « d'entreprises innovantes » à la création artistique et de l'autre le mécénat culturel à l'investissement capitaliste. Si l'on se prête néanmoins à cet exercice, un élément commun permet peut-être de passer outre ces différences : l'innovation, ainsi que la nécessité de financement – forcément risqué et novateur – que celle-ci requiert. Dès lors, les succès de l'école florentine ainsi que des start-up de la côte ouest américaine pourraient s'expliquer par une subtile convergence, à des instants donnés de l'Histoire, entre les deux faces d'une même médaille.

D'un point de vue économique, Joseph Schumpeter (1883-1950) a été le premier économiste à accorder à l'innovation une place centrale dans le système capitaliste. Ainsi, dans son ouvrage « Les cycles d'affaires » paru en 1939, il développe tout particulièrement la figure de l'entrepreneur qui, en innovant, introduit ce qu'il appelle une « destruction créatrice » qui vient casser à cet instant l'état stationnaire de l'économie (état stationnaire qu'on peut rapprocher de la notion d'équilibre général walrassien¹) et par là crée de la croissance économique. Ce processus de « destruction créatrice » est à l'origine des fluctuations économiques sous forme de cycles (périodes d'accélération du fait de fortes innovations puis de ralentissement qui s'ensuivent). Cette innovation peut prendre selon lui 5 formes : innovation de produits, innovation de procédés, innovation de modes de production,

¹ Cet équilibre général, théorisé par l'économiste français Léon Walras (1834-1910), correspond à cet instant théorique où tous les agents sont satisfaits et ne désirent plus changer leurs dotations. Il n'y a donc, selon Schumpeter à ce moment plus de prise de risque de ceux-ci et par là plus de croissance.

innovation de débouchés et innovation de matières premières². Ce serait donc ce schéma entrepreneur/innovation qui serait la source de toute croissance économique et celui-là même, donc, qui devrait être favorisé.

L'impressionnant essor de l'économie numérique depuis les trente dernières années s'inscrit parfaitement dans le modèle schumpetérien énoncé ci-dessus. En se fondant sur des technologies de rupture, de jeunes pousses américaines nées sur la côte ouest ont ainsi réussi à s'étendre bien au-delà de leurs frontières et à figurer parmi les mastodontes de l'économie mondiale en quelques décennies à peine (voire en quelques années parfois pour les cas les plus récents). Le slogan de l'Université de San Francisco, « *Change the world from here* », semble dès lors prendre tout son sens. Au-delà toutefois de ces succès éclatants, il est d'ailleurs permis de se demander si ce nouveau modèle économique, reposant sur ces deux piliers que sont l'innovation – la plus souvent technologique – d'un côté et la culture entrepreneuriale de l'autre, ne tend pas à devenir la norme aujourd'hui tant l'impact de l'économie numérique est désormais important, sur le plan économique aussi bien que culturel.

Une définition précise de l'économie numérique semble néanmoins complexe. Ainsi peut-on lire sur le site de l'Observatoire du numérique à l'onglet « définition » de celle-ci : « *L'économie numérique est une expression qui couvre des réalités très différentes selon les auteurs, d'autant que cette dénomination a évolué au cours des années : nouvelles technologies, NTIC, nouvelle économie, technologies de l'information et de la communication, économie électronique...* ».

Si l'INSEE pour l'élaboration de ses statistiques en adopte une définition pouvant paraître réductrice « *on qualifie de secteurs des technologies de l'information et de la communication (TIC) les secteurs suivants : 1) secteurs producteurs de TIC (fabrication d'ordinateurs et de matériel informatique, de TV, radios, téléphone,...), 2) secteurs distributeurs de TIC (commerce de gros de matériel informatique,...) et 3) secteurs des services de TIC (télécommunications, services informatiques, services audiovisuels,...)* »³, l'OCDE relève

² Il importe de les préciser ici puisque la comparaison est notamment utile avec les conditions que doit rassembler une entreprise pour bénéficier du statut de « jeune entreprise innovante » au sens de l'article 44 sexies-0 A du CGI, qui insiste avant tout sur les dépenses en R&D (qui doivent représenter au moins 15% des charges fiscalement déductibles au titre de l'exercice), reprenant donc une définition partielle seulement de la définition schumpetérienne de l'innovation, l'innovation de procédés n'étant par exemple pas prise en compte.

³ <https://www.insee.fr/fr/metadonnees/definition/c1385>

quant à elle que « *l'économie numérique est aujourd'hui indissociable d'innombrables aspects de l'économie mondiale. Son influence se fait sentir dans des secteurs aussi divers que la banque, le commerce de détail, l'énergie, les transports, l'éducation, l'édition, les médias ou la santé* »⁴. L'idée que, par son ampleur inédite, le « numérique dévore le monde » selon les mots de Nicolas Colin et Henri Verdier⁵, s'inscrit donc parfaitement dans cette logique d'un mouvement de fond qu'il est indispensable de prendre en compte.

S'il n'y a ainsi pas forcément consensus sur les contours exacts de cette économie numérique tant celle-ci recouvre désormais un grand nombre de réalités distinctes, un consensus semble néanmoins désormais apparaître sur son utilité sociale du fait du lien de celle-ci avec l'innovation et, par là, avec la croissance. De nombreux rapports parlementaires⁶ et notes d'économistes⁷ plaident ainsi en ce sens. Le politique s'est lui aussi rallié à cette idée, conscient que dans le contexte de désindustrialisation⁸ que connaissent les pays développés, celle-ci pouvait jouer un important levier pour la croissance et la création d'emplois. Le président de la République élu en 2012, François Hollande, en faisait d'ailleurs dans son programme une des priorités de son mandat (parmi ses soixante engagements de campagne figurait ainsi l'engagement suivant : « *Je soutiendrai le développement des nouvelles technologies et de l'économie numérique, levier essentiel d'une nouvelle croissance* »⁹).

Un autre constat pouvant être effectué, tant à la suite d'une étude empirique de l'économie numérique que d'une lecture de ceux qui l'ont étudiée, est que cette nouvelle économie repose avant tout sur de jeunes entreprises, aussi appelées start-up. Celles-ci, s'appuyant sur un concept se voulant novateur pour chacune et une utilisation la plupart du temps poussée des nouvelles technologies, viennent désormais faire irruption au sein des secteurs traditionnels de l'économie¹⁰ et peuvent espérer, du fait de business model innovants reposant sur de puissants

⁴ Rapport de l'OCDE, « Perspectives de l'économie numérique de l'OCDE 2015 »

⁵ « L'âge de la multitude : entreprendre et gouverner après la révolution numérique », Nicolas Colin et Henri Verdier, paru le 16 mai 2012

⁶ Rapport d'information déposé le 14 mai 2014 par la Commission des affaires économiques sur « Le développement de l'économie numérique française » par exemple.

⁷ Note du Conseil d'Analyse Economique d'octobre 2015 sur le sujet « Faire prospérer les PME » par exemple.

⁸ Note de la Direction Générale du Trésor sur le thème « La désindustrialisation en France » de juin 2010.

⁹ François Hollande, « Mes 60 engagements pour la France », campagne présidentielle de 2012.

¹⁰ On parle alors de « disruption ». Pour le professeur de Harvard Clayton Christensen, auteur du best-seller « Innovator's Dilemma » en 1997, « *sont disruptifs les nouveaux entrants qui abordent le marché par le bas, et se servent des nouvelles technologies pour proposer des produits ou services moins cher* ». L'exemple phare en est l'entreprise Uber qui, par une application-plateforme mettant en contact chauffeurs et usagers, a réussi à concurrencer en quelques années seulement le secteur des taxis.

effets de réseau¹¹, une croissance extrêmement rapide au regard des taux de croissance affichés par les entreprises des autres secteurs de l'économie.

L'objet de cette étude n'étant cependant pas d'effectuer une analyse détaillée des particularités de cette nouvelle économie et des entreprises qui la portent, nous n'irons pas plus avant dans leur description. Il importe néanmoins pour la compréhension des mécanismes et enjeux qui seront ultérieurement exposés – tournant tous autour de la problématique de leur financement – d'énumérer les caractéristiques essentielles de ces entreprises innovantes, caractéristiques qui en font leur originalité. De ce point de vue, il apparaît que, malgré leur grande diversité, celles-ci comportent cinq caractéristiques qui leur sont communes : 1) un développement reposant sur un concept novateur, le plus souvent amené à évoluer, et non sur la reproduction d'un métier déjà durablement établi, 2) des perspectives de développement prometteuses en cas de succès¹², mais difficilement prédictibles initialement¹³ 3) un taux d'échec important¹⁴ 4) un facteur temps qui est essentiel (pour trois raisons principalement : des cycles technologiques qui sont extrêmement courts, une innovation souvent peu protégeable dès lors qu'elle repose par exemple sur des originalités de présentation, de technique de gestion de clientèle ou de distribution et enfin une course particulièrement rapide aux parts de marché¹⁵), 5) des actifs le plus souvent faiblement valorisables en cas de faillite, du fait de leur caractère principalement immatériel (innovations dans les produits, dans les façons de faire, etc).

Ces caractéristiques communes mises en avant, venons-en désormais à la question du financement de ces entreprises innovantes, en particulier à leurs débuts. Il existe, pour faire simple, deux grandes types de financement externe pour une entreprise : l'investissement en

¹¹ L'effet de réseau est ce qui se produit lorsque l'utilité d'un produit ou service augmente si d'autres personnes l'utilisent. On peut ainsi souligner que ce sont ces effets de réseau qui font la puissance des services Internet, en ce qu'ils créent un cercle vertueux : plus il y a de gens qui utilisent le service, plus le service a de la valeur, donc plus de gens se mettent à l'utiliser, donc plus le service a de la valeur, etc.

¹² Notion de business model « scalable » (de l'anglais « scalability »), soit la capacité de « passer à l'échelle ». En d'autres termes, dans un modèle « scalable », plus l'activité se développe, plus la rentabilité est importante, de manière non linéaire et sans effet de palier. Ce critère de la « scalabilité » est reconnu comme étant essentiel par les investisseurs.

¹³ Les méthodes classiques de valorisation des entreprises s'appuyant sur leurs données historiques, un marché établi ou encore un business model clair ne semblent de fait pas adaptées à ces jeunes entreprises innovantes.

¹⁴ Selon l'étude réalisée par Bain & Company et Raise France sur le thème « L'accompagnement des jeunes entreprises de croissance françaises » publiée le 19 mars 2015, 52% de ces entreprises en effet ne dépasse pas une durée de 5 ans.

¹⁵ La règle du « Winner takes all » semblant se vérifier en effet particulièrement dans l'économie numérique, Amazon ou Google en étant de bons exemples. Voir sur ce point l'article du New Yorker du 30 décembre 2015 « In Silicon Valley now, it's almost winner takes all ».

fonds propres et l'endettement par l'emprunt. Concernant l'endettement, celui-ci peut s'effectuer soit par l'intermédiaire des marchés financiers (marché obligataire), soit directement auprès des organismes bancaires. S'agissant des jeunes entreprises innovantes, le recours à l'endettement comme source de financement externe est difficile pour un certain nombre de raisons clairement identifiées par de nombreux rapports¹⁶. En ce qui concerne l'accès au marché obligataire, celles-ci n'ont pas une taille suffisante pour y accéder à leurs débuts. Ce problème ne leur est d'ailleurs sur ce point pas spécifique en ce que les PME « classiques » éprouvent ces mêmes difficultés d'accès, la condition pour y pénétrer étant en effet avant tout la taille de l'entreprise¹⁷.

Pour la seconde branche du financement par l'endettement toutefois – soit l'endettement se faisant directement auprès des organismes bancaires – des difficultés spécifiques apparaissent pour les jeunes entreprises innovantes. Au regard des caractéristiques communes de ces entreprises dégagées auparavant, un point semble ainsi particulièrement saillant : le risque fort pesant sur le prêteur de voir l'entreprise incapable de rembourser son emprunt. En effet, parmi les éléments évoqués, un certain nombre atteste de cet aspect risqué : leur taux d'échec important, la difficile prédictibilité de leur avenir, l'absence d'importantes garanties en cas de faillite... Autant de raisons qui dissuadent les organismes bancaires de massivement prêter à ce secteur d'activités. Cela est d'autant plus vrai avec le durcissement progressif des règles prudentielles¹⁸ pesant sur elles, durcissement limitant de facto leurs pourcentages de prêts à risque.

Il s'est donc rapidement agi, pour les jeunes entreprises innovantes, de se trouver de nouvelles sources de financement. Et c'est au sein de cet espace, laissé vacant par le secteur financier traditionnel, qu'est né puis s'est progressivement développé un nouveau type d'investissement : le capital-risque. Le capital-risque – ou « venture capital » dans les pays anglo-saxons – constitue l'une des trois composantes du capital-investissement. Selon l'AFIC¹⁹, le capital-investissement peut être défini comme suit : « *le capital-investissement consiste à prendre des participations majoritaires ou minoritaires dans le capital de petites et moyennes entreprises généralement non cotées. Cette prise de participation permet de*

¹⁶ Note du CAE d'octobre 2015 sur « Le financement des PME » par exemple.

¹⁷ Article du journal économique les Echos Business, « L'accès des PME au marché obligataire reste minimal », 26 août 2013.

¹⁸ Voir réglementation Bâle II notamment, qui impose aux établissements bancaires de nouveaux ratios de solvabilité (ratio « Mac Donough » remplaçant le ratio « Cooke ») avec des exigences plus élevées de fonds propres pour couvrir les risques pris par les établissements.

¹⁹ Association Française des Investisseurs pour la Croissance.

financer leur démarrage, leur croissance, leur transmission, parfois leur redressement et leur survie ». Il existe donc d'après cette définition trois composantes principales du capital-investissement : le capital-risque, servant à financer le démarrage et la croissance des jeunes entreprises, le capital « buyout », permettant de financer les transmissions (principalement par des opérations de LBO) et enfin le capital-retournement, consistant à financer la reprise d'entreprises en difficulté.

Le capital-risque est donc une composante bien distincte des autres composantes du capital-investissement. Selon BPI France, il s'agit d'une « *activité économique et financière consistant à apporter du capital à des entreprises innovantes et/ou à fort contenu technologique, lors de la création et des premières phases de développement de ces dernières, et ce dans l'espoir d'obtenir un retour sur investissement rapide et élevé* ». La spécificité de cet investissement, né aux Etats-Unis à la suite de la seconde guerre mondiale²⁰, apparaît ainsi : prises de participation minoritaires spécifiquement au sein de jeunes entreprises innovantes, espérance d'une plus-value substantielle lors de la cession des titres, risque particulièrement élevé comme sa traduction française l'indique (dans les pays anglo-saxons en revanche, le terme « venture capital » renvoie plutôt à l'idée d'une aventure commune, l'aide apportée par l'investisseur (ce qui est également le cas en France, bien qu'on insiste moins dessus) n'étant en effet pas que capitalistique : apport d'un réseau, de compétences dans le secteur, etc).

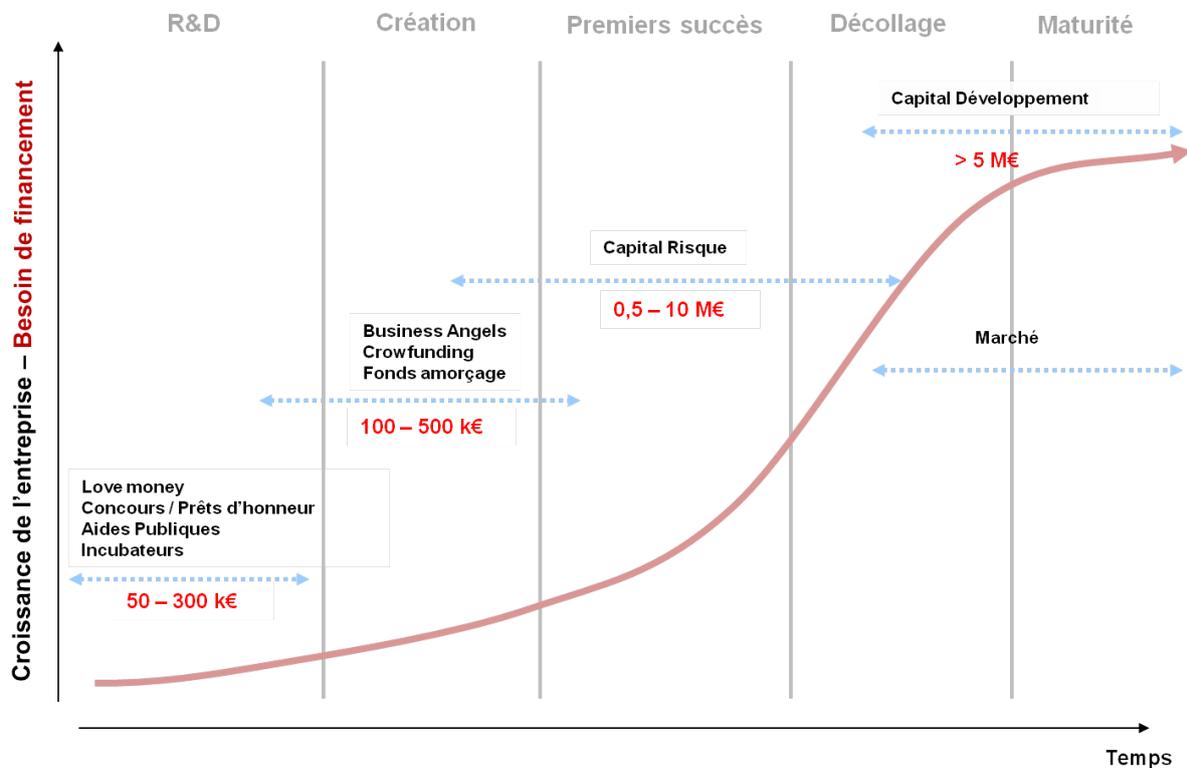
A cela, il faut ajouter qu'une distinction est généralement faite²¹ au sein du capital-risque entre les fonds de capital-risque mêmes et les investisseurs particuliers fortunés, aussi appelés « Business Angels » ou « investisseurs providentiels ». Ceux-ci remplissent en effet des rôles distincts, et complémentaires. Pour appréhender cette distinction, il est cependant nécessaire de s'intéresser à la structuration précise des besoins en financement d'une jeune entreprise

²⁰ Georges Doriot, français naturalisé américain, a créé en 1946 avec le directeur du MIT de l'époque Karl Compton l'ARD (American Research Development Corporation), qui fut la première société de capital-risque. Ces investisseurs ont décidé d'investir dans des compagnies à risque élevé et qui développaient des technologies issues de la seconde guerre mondiale. L'ARD connut un grand succès dans ses investissements qui passèrent en valeur de 70 000 dollars à 335 millions de dollars en 26 ans. Selon la note du CAE de juillet 2008 sur le sujet « Private Equity et capitalisme français », deux lois américaines ont substantiellement concouru au développement du capital-risque aux Etats-Unis en permettant aux fonds institutionnels (fonds de pension, assurances) d'y investir : la « Prudent Man Rule » de 1978 et le « Bayh-Dole Act » du 12 décembre 1980. Le capital-risque américain est donc né d'une initiative privée, à l'opposé de ce qui s'est effectué en France où ce sont les pouvoirs publics qui l'ont fait naître par des incitations fiscales (création par une loi du 11 juillet 1972 des Sociétés Financières d'Innovation (SFI), suivie de la création des Fonds Communs de Placement à Risque (FCPR) par une loi du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne).

²¹ Voir sur ce point le rapport parlementaire « Mission d'information sur l'investissement productif de long terme » enregistré à l'Assemblée Nationale le 16 septembre 2015.

innovante. A ce titre, le schéma ci-dessous permet d'appréhender les moments auxquels interviennent les différents acteurs du financement d'une jeune entreprise.

Typologie des financements durant le cycle de vie de l'entreprise



Source : France Angels²².

On voit sur ce graphique une succession d'acteurs prêts à apporter de plus en plus de capital dès lors que l'entreprise innovante réussit à se développer. Les deux composantes du capital-risque pris au sens large n'interviennent ainsi pas en même temps : les Business Angels (capital-risque « informel ») investissent en amont – durant le premier tour de table, aussi appelé « seed »²³ - pour des « tickets » généralement compris entre 100 000 et 1 million d'euros²⁴ tandis que les fonds de capital-risque (capital-risque « institutionnel ») interviennent durant les levées de fonds de Série A²⁵ ou Série B²⁶, soit à des moments où les investisseurs

²² Fédération Nationale des Business Angels.

²³ Le « seed capital » correspond au « capital amorçage ». Il y a souvent avant cette étape une phase appelée « pré-seed » durant laquelle les financements proviennent tant des subventions publiques (aides, concours) que de la Love money (argent donné par les proches de l'entrepreneur).

²⁴ Chiffres tirés du Livre Blanc à destination des candidats pour la présidentielle de 2017, travail réalisé par France Angels en juin 2016.

²⁵ Objectif avec la Série A de rendre scalable le business, de s'orienter vers une rentabilité et de se développer sur le plan national (voire même amorcer les prémices d'une internationalisation). Les montants y oscillent généralement entre 800 000 et 3 millions d'euros.

particuliers n'ont plus les moyens de soutenir financièrement seuls le développement de l'entreprise. Il existe donc, en théorie, une parfaite complémentarité entre ces deux types d'investisseurs qui, retenus ensemble, forment ce que l'on appelle communément le capital-risque.

La théorie vole cependant en éclats dès lors que l'on se penche, de manière pratique, sur les difficultés de financement des jeunes entreprises innovantes. Le principal problème français réside dans ce que l'on appelle l'« equity gap », ou encore « vallée de la mort »²⁷ : si les jeunes entreprises innovantes réussissent tant bien que mal à se financer au départ, il existe ensuite un « trou » au niveau du financement entre celui apporté par les Business Angels et celui apporté par les fonds de capital-risque. En somme, entre 500 000 euros et 2 millions d'euros, il est difficile pour une entreprise – alors même qu'elle a à ce moment particulièrement besoin de financements pour poursuivre son développement, atteindre sa taille critique puis se consolider – de trouver des investisseurs : les sommes nécessaires sont trop importantes pour les Business Angels et souvent encore insuffisantes pour attirer les fonds de capital-risque. Selon de nombreux rapports²⁸, c'est à ce niveau que la chaîne française du financement des entreprises innovantes coince tout particulièrement. Cette insuffisance peut vraisemblablement s'expliquer par deux raisons. La première tient au faible nombre de Business Angels en France en comparaison avec le Royaume-Uni ou les Etats-Unis²⁹, ce qui les empêcherait, même regroupés en réseaux comme c'est de plus en plus le cas aujourd'hui³⁰, de fournir les fonds suffisants pour combler cet « equity gap ». La seconde raison tiendrait quant à elle aux fonds de capital-risque et à leur stratégie d'investissement. Au-delà de quelques succès spectaculaires en effet³¹ ayant peut-être donné à tort l'idée qu'il s'agissait là de la nouvelle « ruée vers l'or », plusieurs études³² ont démontré que le taux de

²⁶ Les montants investis vont ici généralement de 3 à 10 millions d'euros. C'est le plus souvent la phase d'internationalisation de l'entreprise : soit par extension géographique, soit par acquisition externe.

²⁷ Article de La Tribune du 3 juin 2014 : « Financement des start-up, comment traverser la vallée de la mort ? ».

²⁸ Note de la Fondation IFRAP du 9 juin 2011 : « Entreprises : l'equity gap français ».

²⁹ Ainsi, pour une comparaison avec le Royaume-Uni, il y avait en 2015 selon les chiffres de France Angels 4'500 Business Angels en France qui ont investi pour un total de 42 millions d'euros contre 20'000 Business Angels au Royaume-Uni ayant investi durant l'année 2015 pour un total de 300 millions d'euros, soit sept fois plus. Il est à rajouter que les informations reprises par ces études concernant les BA au Royaume-Uni proviennent généralement des travaux réalisés par le professeur Colin Mason de l'Université de Glasgow.

³⁰ 72 réseaux de Business Angels sont ainsi fédérés aujourd'hui par France Angels.

³¹ Citons ici le cas du fonds californien Sequoia Capital qui, en ayant investi 11,5 millions dans Youtube, a multiplié sa mise par 43 au moment de la vente de cette entreprise à Google pour 1,65 milliards de dollars.

³² Ouvrage de Gerasymenko V., Grandsart R., Krieger E. & Medjad K. (2011), « Quelle performance pour les portefeuilles de capital-risque ? Ecart entre croyance et réalité » ; étude réalisée par Ernst & Young et l'AGEFI « Performance nette des acteurs du capital-investissement à fin 2015 » du 29 juin 2016.

rendement interne³³ (TRI) du capital-innovation (soit la phase amorçage du capital-risque) était bien inférieur aux TRI des autres branches du capital-investissement. Ainsi, selon l'étude réalisée par Ernst & Young et l'AGEFI « Performance nette des acteurs du capital-investissement à fin 2015 », les TRI des fonds ayant investi dans le capital-innovation à la fin 2015 étaient de 2,6% tandis que ceux des fonds ayant investi dans le capital-transmission étaient de 13,7%. Il est donc compréhensible au regard de ces chiffres que les fonds de capital-risque se concentrent sur des phases plus en aval et ne viennent donc pas investir plus rapidement, comblant ainsi « l'equity gap » évoqué précédemment.

Un certain nombre de problèmes liés à la chaîne de financement des entreprises innovantes – au-delà même de la trop faible importance générale de ce secteur en comparaison d'autres pays³⁴ – peut donc être pointé aujourd'hui. Au vu de ce qu'il a été écrit précédemment sur l'utilité sociale de ce secteur des jeunes entreprises innovantes – utilité faisant désormais consensus comme nous l'avions relevé – il importe dès lors de se demander en quoi l'Etat pourrait être utile pour corriger ce qui constitue manifestement une « faille de marché ».

Les auteurs du rapport parlementaire « Mission d'information sur l'investissement productif de long terme » enregistré à l'Assemblée Nationale le 16 septembre 2015 ont souligné le fait que, pour favoriser l'investissement dans les jeunes entreprises innovantes, l'Etat disposait de trois leviers distincts : la réglementation, l'incitation fiscale et l'intervention directe (celle-ci se faisant en la matière par l'intermédiaire de la Banque Publique d'Investissement³⁵). L'utilisation de l'incitation fiscale n'est sur ce point d'ailleurs en aucun cas une exception :

³³ Le taux de rendement interne (TRI) est un outil qui, en prenant en compte tous les flux (achats, ventes, revenus, fiscalité) et en les ramenant sur un an, permet de déterminer la rentabilité d'un investissement.

³⁴ Selon les chiffres de la Banque Mondiale, le montant moyen levé en capital-risque par an aux USA entre 2005 et 2014 est de 24'860 millions de dollars, contre 820 millions en France. Dans la même logique, Jean Tirole et Augustin Landier ont, dans une note pour le CAE de juillet 2016, ainsi relevé qu'une start-up américaine recevait en moyenne 8,3 fois plus de financement en capitaux propres qu'une start-up française.

³⁵ Organisme public chargé d'accompagner le financement et le développement des petites et moyennes entreprises. Elle a été créée par la loi du 31 décembre 2012, de la fusion entre quatre entités : OSEO, CDC Entreprise, le Fonds stratégique d'investissement Régions (FSI Régions) et le Fonds stratégique d'investissement (FSI). Elle est détenue à 50% par l'Etat et à 50% par la Caisse des dépôts. Selon le rapport de la Cour des comptes de novembre 2016 sur cette institution, son intervention est importante : 18,8 millions d'euros investis en 2015 qui ont bénéficié à 71'196 entreprises. Cette intervention massive, qui fait de cet organisme le premier fonds souverain du monde en matière d'investissement dans les nouvelles technologies, est néanmoins critiquée par certains : ainsi peut-on citer le rapport publié le 3 août 2014 par le think-tank GenerationLibre (« Pour limiter l'investissement public »), qui pointe le risque d'un effet d'éviction au détriment du secteur privé du capital-risque français. Il est à noter que cette inquiétude, sur laquelle nous reviendrons ultérieurement dans ce travail de mémoire, a également été manifestée dans la note du CAE de juillet 2016 évoquée ci-dessus. Ainsi peut-on notamment y trouver parmi les recommandations le fait qu'il faille « Concevoir l'action de Bpifrance comme une politique industrielle visant l'émergence d'une industrie du capital- risque autonome (et non comme un substitut permanent) ».

ainsi peut-on par exemple citer les avantages fiscaux relatifs aux entreprises investissant en Outre-mer³⁶.

L'objet de cette étude n'étant pas de se questionner sur l'évolution historique du rôle de l'impôt, nous ne nous pencherons pas outre mesure sur la naissance progressive de l'idée selon laquelle l'Etat, par la fiscalité, pouvait peser sur les choix économiques des particuliers. Ainsi se contentera-t-on de noter que le principe d'une incitation fiscale en faveur de l'investissement aux jeunes entreprises innovantes n'est que la traduction dans un domaine précis de l'idée depuis longtemps admise que la fiscalité ne peut se contenter d'être neutre³⁷ et peut – ou doit, selon les conceptions – être utilisée par les pouvoirs publics comme un outil au service d'objectifs politiques.

Cette remarque sur l'acceptation de principe de la fiscalité comme outil d'incitation économique ayant été faite, il importe de désormais se pencher sur les actions ayant en la matière été menées dans le domaine du soutien au financement des jeunes entreprises innovantes. A la suite d'une observation historique de ces actions, il apparaît que deux grandes familles d'incitations se distinguent, chacune traduisant un degré divers d'implication de l'Etat dans le processus décisionnel des investisseurs. Peuvent ainsi être distinguées les « incitations fiscales à l'entrée » à l'investissement dans les jeunes entreprises innovantes des « incitations à la sortie ». On entend par « incitations à l'entrée » le fait que l'avantage fiscal pour l'investisseur découle du simple fait d'acquérir, directement ou indirectement (on parle alors « d'investissement intermédié »), des parts de l'entreprise innovante. Il existe actuellement dans le droit positif français trois mesures constituant des « incitations fiscales à l'entrée » à l'investissement dans les start-up : le dispositif IR-PME issu de la « loi relative à l'initiative et à l'entreprise individuelle » du 11 février 1994 (aussi appelée « loi Madelin »), le dispositif ISF-PME provenant de la « loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat » (abrégée « loi TEPA) et enfin le dispositif favorable au « Corporate Venture Capital³⁸ » provenant de la loi de finances pour 2013 et finalement entré en vigueur le 3 septembre 2016.

³⁶ Voir article 199 undecies B du CGI pour les entreprises soumises à l'impôt sur le revenu et l'article 217 undecies du CGI pour les entreprises soumises à l'impôt sur les sociétés.

³⁷ Cette idée de neutralité de l'impôt, parfaitement illustrée par la célèbre citation de Gaston Jèze « *Il y a des charges, il faut les couvrir* » relève de la vision libérale de la fiscalité qui eut cours au XIXème siècle. L'impôt n'y était alors strictement considéré que comme l'outil de financement des missions régaliennes de l'Etat et ne devait donc en aucun cas favoriser les choix économiques des contribuables.

³⁸ Selon le site du Ministère de l'Economie et des Finances, le « Corporate Venture » ou encore « Corporate Venture Capital » est « *une forme spécifique de capital-investissement qui recouvre en pratique l'investissement*

Ces trois mesures constituent toutes des « incitations à l'entrée » en ce que l'avantage fiscal provient de la simple acquisition de parts dans des entreprises innovantes : réduction de l'impôt sur le revenu pour les particuliers dans le cadre du dispositif Madelin, réduction de l'ISF avec la loi TEPA et enfin amortissement exceptionnel des parts des jeunes entreprises innovantes acquises par les entreprises dans le cadre du dispositif visant à favoriser le « Corporate Venture Capital ».

Cette rapide présentation des « incitations à l'entrée » ayant été effectuée (« incitations à l'entrée » sur lesquelles nous reviendrons ultérieurement par une étude plus approfondie et dans une perspective critique), passons désormais à la présentation des « incitations fiscales à la sortie », véritables objets de ce mémoire. Pour comprendre leur bien-fondé dans le domaine du capital-risque, une brève description du fonctionnement de ce type particulier d'investissement doit toutefois être effectuée au préalable. Il existe ainsi schématiquement deux moyens pour un investisseur en capitaux d'être rémunéré : l'octroi de dividendes³⁹ par l'entreprise dans laquelle celui-ci détient des parts ou par la plus-value⁴⁰ que celui-ci effectue lors de la revente ultérieure des titres acquis. Il est tout d'abord intéressant de ce point de vue de noter que, comme le relevaient les auteurs du rapport sur « la fiscalité de l'économie numérique »⁴¹, les entreprises de l'économie numérique ne versent généralement pas de dividendes à leurs actionnaires ; et cela même lorsqu'elles atteignent une taille importante. Les auteurs justifient cette attitude spécifique par un certain nombre de spécificités propres à cette nouvelle économie dont l'une paraît pertinente d'être citée ici : le fait que pour bon nombre de dirigeants, le versement de dividendes constitue un signal que l'entreprise a cessé de croître et est par là devenue mature. Or, selon eux, « la maturité est précisément le signal d'un ralentissement du rythme de l'innovation, c'est-à-dire un revirement majeur dans la stratégie de ces entreprises qui considèrent et proclament, à tort ou à raison, que l'innovation est au cœur de leur modèle d'affaires ». Pour ces auteurs, qui s'appuient notamment sur des

d'une entreprise dans une autre, telle que la prise de participation d'une grande entreprise dans une jeune PME innovante ».

³⁹ Selon la définition de l'INSEE, les dividendes constituent « les revenus de la propriété versés aux actionnaires qui ont mis des capitaux à la disposition d'une société ».

⁴⁰ Il s'agit dans ce cas-là d'une « plus-value effective » en ce qu'elle caractérise l'augmentation de la valeur d'un bien dont l'évolution est constatée entre la date de son acquisition et la date de sa réalisation. Cette notion de « plus-value effective » doit être distinguée de celle de « plus-value latente », cas dans lequel le calcul est fait d'une manière théorique avant que le bien ait fait l'objet d'une cession.

⁴¹ « Mission d'expertise sur la fiscalité de l'économie numérique » datant de janvier 2013 établie pour le compte du Ministre de l'Economie et des Finances et du Ministre du Redressement Productif et réalisée par Pierre Collin (Conseiller d'Etat) et Nicolas Colin (Inspecteur des Finances).

exemples tels que Microsoft⁴² ou Cisco Systems⁴³, « la tendance des entreprises de l'économie numérique à ne pas verser de dividendes est donc un trait culturel », celles-ci – et ce, quelle que soit leur taille – ayant fait un lien entre versement de dividendes et fin de l'innovation. La conclusion en est donc logiquement que, dans ce secteur, les investisseurs en capitaux ne se rémunèrent que par les plus-values réalisées lors de la revente de leurs parts.

L'importance accordée au traitement fiscal de la plus-value tient également à une autre spécificité de ce secteur, déjà évoquée précédemment lors de la description des caractéristiques communes aux jeunes entreprises innovantes : leur taux d'échec important. En découle un modèle d'affaires des fonds de capital-risque forcément original : ainsi, selon les analyses de spécialistes⁴⁴, il est généralement admis que pour être rentable (soit avoir un TRI net supérieur à celui du marché), un fonds doit rendre à ses investisseurs au moins trois fois les montants investis. En prenant en compte – et dans une fourchette haute au regard du taux d'échec important des jeunes entreprises innovantes évoqué précédemment – que seules un tiers des participations seront un succès, cela a pour conséquence mécanique qu'un bon investissement doit rapporter au moins dix fois le capital investi. Schématiquement donc, il s'agit pour les fonds de capital-risque d'investir dans bon nombre de jeunes entreprises innovantes en pariant que, parmi les nombreux échecs, il y aura de suffisamment grosses réussites pour non seulement compenser, mais aussi être rentable. Dans ce secteur d'investissement dont il avait déjà pu être noté qu'il était moins rentable que d'autres pans du capital-investissement (capital-transmission notamment), la maximisation de la plus-value réalisée lors des quelques succès connus est donc absolument essentielle.

Il apparaît donc au regard de toutes ces raisons que la problématique de l'optimisation de la plus-value est fondamentale pour que le secteur du capital-risque se développe. A ce titre, la fiscalité des plus et moins values de cession de titres joue évidemment un rôle essentiel, et ce dans les deux sens : elle peut d'un côté être handicapante pour le développement de ce secteur si elle vient à frapper trop lourdement la seule perspective de gain qui peut y être réalisée,

⁴² Des observateurs ont observé, concernant Microsoft, une corrélation entre le fait que l'entreprise ait commencé à verser des dividendes en 2003 et le fait que celle-ci ait à partir de ce moment là cessé d'être à la pointe en matière d'innovation.

⁴³ La même corrélation a été faite pour cette entreprise informatique américaine, dans le sens inverse toutefois : versement en 2011 pour la première fois de dividendes après que l'entreprise se soit retirée du marché des produits grands publics et qu'elle ait revu à la baisse ses prévisions de croissance.

⁴⁴ « Le VC est-il un poison pour l'entrepreneur ? », article rédigé par Pascal Emmanuel Gobry, fondateur de Noosphere, une société d'études de marché spécialisée dans le domaine des médias sociaux.

mais peut aussi par tout une série de mesures d'exceptions venir favoriser ce gain en capital au regard du traitement fiscal habituel des gains dans les autres secteurs d'investissement. En d'autres termes pour cette seconde perspective, la fiscalité peut jouer un rôle tout à la fois incitatif et correcteur – et ce pour des raisons d'intérêt général comme vu auparavant – en permettant de compenser le risque pris par des investisseurs qui, sauf exceptions, auraient la plupart du temps tout intérêt à placer leur argent ailleurs. C'est à partir de ce constat là que sont nées les très nombreuses « incitations fiscales à la sortie » dans le droit positif français, preuves s'il était besoin de le rappeler de l'importance toujours croissante accordée au financement des jeunes entreprises innovantes par les pouvoirs publics.

Il s'agit donc par ces « incitations à la sortie » d'offrir, par l'intermédiaire de la fiscalité, un contrepoids suffisant, cohérent et équitable au risque pris par les investisseurs. Celles-ci, dans leur diversité, ne sont en effet que des manières différentes de constituer des exceptions au régime fiscal général français des plus et moins values de cession de titres. La première de ces « incitations à la sortie » dans le domaine du financement de l'innovation date de la loi du 11 juillet 1972 « portant diverses dispositions d'ordre économique et financier ». Celle-ci a acté la naissance juridique du capital-risque par la création d'une nouvelle entité juridique : la société financière d'innovation⁴⁵. Le point intéressant à noter, au regard de la question de leur articulation qui occupera un pan de ce mémoire, est que l'on retrouve du point de vue de ses avantages fiscaux tant la première « incitation à l'entrée » (dispositif pour les entreprises françaises ayant souscrit au capital de ces sociétés financières d'innovation d'amortissement exceptionnel égal à 50% du prix de revient de ces investissements dès la première année selon le 2 b de l'article 39 quinquies A du Code Général des Impôts) que la première « incitation à la sortie » (dispositif d'exonération des bénéfices imposables de la plus-value provenant de la cession des parts acquises dans ces sociétés financières d'innovation dans la limite du montant de l'amortissement exceptionnel à la condition que la cession intervienne après l'expiration d'un délai de trois ans partant de la date de souscription des actions selon l'article 40 sexies du CGI). Du point de vue des seules « incitations à la sortie » arrivera ensuite la création par la loi du 3 janvier 1983 sur « *le développement des investissements et la*

⁴⁵ Selon la définition donnée par le III. A de l'article 4 de cette loi, « *les sociétés financières d'innovation ont pour objet de faciliter en France la mise en œuvre industrielle de la recherche technologique ainsi que la promotion et l'exploitation d'inventions portant sur un produit, un procédé ou une technique, déjà brevetés ou devant l'être, qui n'ont pas encore été exploités, ou qui sont susceptibles d'applications entièrement nouvelles* ».

protection de l'épargne » des fonds communs de placement à risque (FCPR)⁴⁶. Ceux-ci bénéficient du même mécanisme de « transparence fiscale » que les fonds communs de placement introduits quelques années plus tôt par la loi du 13 juillet 1979 mais permettent à leurs souscripteurs personnes physiques – contrairement à ceux de ces fonds communs de placement qui étaient imposés classiquement sur leurs gains au sein de ces structures – de bénéficier de deux avantages fiscaux dès lors qu'un certain nombre de conditions sont respectées : exonération d'impôt sur le revenu au titre des distributions faites par ces FCPR (article 163 quinquies B, I et II du CGI) et exonération d'impôt sur le revenu des plus-values réalisées lors de la cession ou du rachat de ces parts (article 150-0 A, III-1 du CGI).

Cette nouveauté consiste donc à favoriser l'investissement dans des sociétés innovantes en jouant sur cette « fiction » qu'est le mécanisme de transparence fiscale : le souscripteur de parts du fonds de capital-risque – fonds dont les ressources proviennent des plus-values qu'il réalise à partir de la revente des titres des jeunes sociétés de son portefeuille – est assimilé fiscalement à ce fonds et les plus-values réalisées à la revente des sociétés dans lesquelles avait investi le fonds lui sont ainsi exonérées, comme écrit au paragraphe précédent. Il y a donc bien « incitation fiscale à la sortie » pour le souscripteur personne physique, par le biais d'un investissement intermédié. Cette méthode, qui s'oppose aux « incitations à l'entrée » en ce que l'investisseur voit mécaniquement son avantage fiscal dépendant de la performance des investissements réalisés, sera reprise à de nombreuses reprises par le législateur afin de favoriser un développement des fonds de capital-risque sous des formes juridiques diverses : création de la société de capital-risque (SCR) par l'article 1-1 de loi du 11 juillet 1985, des fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) par l'article 102 de la loi de finances pour 1997, des fonds d'investissement de proximité (FIP) par l'article 26 de la loi dite « Dutreil »⁴⁷ du 1^{er} août 2003, de la société unipersonnelle d'investissement à risque (SUIR) par la loi de finances pour 2004 et enfin de la société de libre-partenariat (SLP) par l'article 145 de la loi du 6 août 2015 « pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances

⁴⁶ Ceux-ci sont définis comme suit par l'article 39-1 de ladite loi : « *Par dérogation aux premier et deuxième alinéas de l'article 19, les actifs compris dans les fonds communs de placement à risques doivent être constitués de façon constante et pour 40 p. 100 au moins de parts, d'actions ou d'obligations convertibles de sociétés dont les actions ne sont pas admises à la cote officielle ou à la cote du second marché* ». Il est intéressant de noter que cette loi du 3 janvier 1983 n'est que la prolongation en direction du capital-risque de la loi du 13 juillet 1979 relative aux fonds communs de placement qui avait institué ceux-ci. L'article 1 de cette loi définissait ainsi le fond commun de placement : « *Le fonds commun de placement est une copropriété de valeurs mobilières et de sommes placées à court terme ou à vue, régie par la présente loi. Il n'a pas la personnalité morale. Les dispositions du code civil relatives à l'indivision ne s'appliquent pas au fonds commun de placement. Il en est de même des dispositions régissant les sociétés* ».

⁴⁷ Loi n°2003-721 du 1^{er} août 2003 pour l'initiative économique.

économiques ». Si chacun de ces véhicules de capital-risque a ses particularités, toutes présentent cette caractéristique de favoriser l'investissement dans les jeunes entreprises innovantes par « une incitation à la sortie » ; celle-ci se faisant par le biais d'un investissement intermédié (la société ou le fonds commun de placement jouant le rôle d'intermédiaire fiscalement transparent).

En parallèle, le législateur a également institué un certain nombre « d'incitations à la sortie » pour favoriser l'investissement direct, et ce par l'intermédiaire de différentes techniques. Ces dispositifs sont par là favorables aux Business Angels, ceux-ci se distinguant généralement en deux catégories : les « entrepreneurial angels » (soit des entrepreneurs ayant réussi) et les « corporate angels » (souvent des cadres supérieurs à la retraite qui disposent de liquidités importantes). Il existait ainsi à l'article 150-0-A, III 7° du CGI une exonération, sous certaines conditions, des plus-values réalisées lors de la revente de titres de jeunes sociétés innovantes au sens de l'article 44 sexies-0-A du CGI. Cette exonération, qui avait été instituée par la loi de finances pour 2004 du 31 décembre 2003 a cependant cessé d'être en vigueur à partir du 7 janvier 2014. De même peut-on évoquer le mécanisme d'abattement majoré de l'article 150-0-D, 1 quater A du CGI sur les plus-values de cession de titres de PME institué par la loi de finances pour 2014 à la suite de la fronde des « pigeons », celle-ci ayant été menée par des entrepreneurs contre la décision du gouvernement de soumettre les plus-values à l'imposition au barème progressif de l'impôt sur le revenu instituée par la loi de finances pour 2013. Enfin, troisième technique démontrant la diversité de ces « incitations à la sortie », la possibilité du report d'imposition de la plus-value réalisée en cas de remploi de celle-ci : ainsi peut-on citer le report prévu par l'article 150-0-C I, 1 du CGI (abrogé toutefois par la Loi de Finances pour 2005) ou, dans un registre plus spécifique encore au capital-risque, l'institution par la Loi de finances Rectificatives pour 2016 du compte PME-innovation permettant, sous respect de certaines conditions là aussi, le report de la plus-value réalisée lors de la vente de titres de jeunes PME si celle-ci est réinvestie dans ce type d'entreprises.

Le législateur a donc institué un grand nombre « d'incitations à la sortie ». Si celles-ci révèlent des profils aussi divers que variés, elles n'en constituent pas moins toutes in fine autant de dérogations au régime fiscal général français des plus-values de cession de titres. Si elles ont toutes été instituées en vue de favoriser le développement du capital-risque en France, objectif jugé essentiel par les pouvoirs publics en ce qu'il est le type d'investissement le plus apte à financer l'innovation, il n'en demeure pas moins vrai que ces incitations, du fait

de leur diversité, de leur grand nombre ainsi que des nombreux changements les ayant affectées, aboutissent désormais à un paysage fiscal particulièrement complexe en la matière. Lorsque l'on s'aperçoit que l'article 150-0 A du CGI, relatif au traitement général des plus-values et à leurs différents abattements, a été modifié 29 fois depuis l'année 2000, l'on ne peut s'empêcher de se questionner – outre la problématique de la lisibilité de la loi fiscale ainsi que de sa stabilité, caractéristiques essentielles pour les besoins des investisseurs – sur la cohérence de tous les dispositifs ayant été institués entre eux. La volonté d'inciter fiscalement à l'investissement dans le capital-risque par une large variété de moyens, sans cesse en évolution du fait d'autres impératifs (budgétaires notamment), a-t-elle fait perdre sa cohérence au régime fiscal français des plus-values de cession de titres ? C'est là à notre sens l'écueil possible dans lequel peut tomber un législateur désireux à tout prix de favoriser l'investissement par une logique d'exceptions au régime général.

La seconde interrogation potentielle concerne l'efficacité de ces « incitations à la sortie » : au vu des difficultés pointées auparavant du capital-risque français (« equity gap », faible nombre de Business Angels, faibles montants investis au regard d'autres pays, poids très important du financement public), n'existe-t-il pas un écart entre l'intention affichée par ces dispositifs et les conséquences économiques que ceux-ci, par des conditions d'accès peut-être infondées, créent ? En guise d'exemple, ne peut-on imaginer que, par une approche insuffisamment restrictive par la fiscalité de la notion de « jeune société innovante », ces incitations ne profitent pas qu'au capital-risque, mais aussi à un capital-développement qui ne devait pourtant pas a priori en être le bénéficiaire ? Dans le même ordre d'idées, il importe d'également s'interroger sur l'articulation des « incitations fiscales à l'entrée » avec les « incitations fiscales à la sortie » : sont-elles complémentaires ? Si la réponse est négative, la difficile émergence du capital-risque français serait-elle due à un non-choix entre ces deux types d'incitations par le législateur ?

Ces deux interrogations débouchent inévitablement sur une réflexion plus générale, pour laquelle nous devons remonter à l'objectif initial du législateur et à l'objet même du capital-risque. Ainsi doit-on rappeler l'évidence : le capital-risque est défini, comme son nom même l'indique, par la prise de risque du côté de l'investisseur. Cette prise de risque, utile à l'économie en ce qu'elle est la seule à même de financer une innovation étant par principe risquée, doit être incitée fiscalement par le législateur au regard d'autres investissements moins risqués et, pourrait-on ajouter, moins utiles. Telle devrait ainsi être l'intention du

législateur lorsqu'il agit pour soutenir le capital-risque. De cette affirmation naît inmanquablement la problématique de ce travail de mémoire : « comment peut être prise en compte la notion de « risque » dans le régime fiscal français des plus et moins values de cession de titres dans une optique d'incitation à l'investissement dans les jeunes entreprises innovantes ? ».

Afin de répondre à celle-ci, un plan en deux parties a été retenu : ainsi étudierons-nous dans une première partie le régime général français des plus et moins values de cession de titres (Chapitre 1) et les dérogations lui ayant été faites en vue de favoriser l'investissement dans les jeunes entreprises innovantes (Chapitre 2). Cette indispensable description du paysage actuel effectuée, il sera ensuite question dans la seconde partie de réfléchir, au vu de leurs objectifs, à la pertinence de ces dispositifs mis en œuvre jusqu'ici : ainsi relèvera-t-on dans un premier temps la probable incohérence entre ceux-ci et les besoins en financement des jeunes entreprises innovantes du fait d'une insuffisante prise en compte du risque au sein de ces régimes de faveur « à la sortie » mis en place en faveur du capital-risque (Chapitre 1) avant de s'intéresser à la difficile compatibilité entre « incitations à l'entrée » et « incitations à la sortie » au regard de la notion même de risque ; incompatibilité devant, à notre sens, appeler à un recentrage des incitations françaises sur celles à la sortie telles qu'elles auront été précédemment redéfinies (Chapitre 2).

Première Partie : le régime général des plus et moins-values de cession de titres et ses dérogations en faveur de l'investissement dans les jeunes entreprises innovantes

Une description du régime général français actuel des plus et moins-values de cession de titres paraît indispensable pour pouvoir par la suite apprécier les dérogations lui étant faites en vue de favoriser l'investissement dans les jeunes entreprises innovantes. Telle est la raison pour laquelle cette partie se structure en deux chapitres : le premier consistant en une étude de ce régime général actuel des PV et MV de cession de titres, le second détaillant les exceptions à ce régime général en vue de favoriser le développement du capital-risque en France.

Chapitre 1 : Etude du régime fiscal général des plus et moins values de cession de titres

Il s'agit ici de faire l'évidente distinction entre le régime fiscal général des plus-values de cession de titres d'une part, et celui des moins-values de cession de titres de l'autre. Néanmoins, l'analyse doit se faire plus précise puisqu'il apparaît à l'étude de ce régime fiscal général français des plus-values de cession de titres qu'il en existe en réalité deux : le régime fiscal général des plus-values des particuliers d'une part et celui des plus-values professionnelles de l'autre. L'étude de ces deux régimes généraux de PV de cession de titres retiendra donc ici notre attention dans un premier temps (I) avant que ne soit par la suite traité le régime général des moins-values de cession de titres (II).

I. Les deux régimes fiscaux généraux des plus-values de cession de titres

Il apparaît, comme il vient de l'être écrit ci-dessus, qu'il existe dans le droit français actuel deux régimes généraux distincts de plus-values de cession de titres. Cette distinction a pour origine la qualité de l'auteur de la plus-value de cession de titres : s'il s'agit d'un particulier – soit d'une personne physique – qui réalise l'opération de cession (hors l'exception d'un associé personne physique d'une société de personnes y exerçant son activité professionnelle et qui, pour la cession des titres de cette société de personnes, sera soumis au régime des plus-

values professionnelles⁴⁸), alors la plus-value réalisée sera soumise au régime des plus-values de cession de titres des particuliers. En revanche, si la plus-value est réalisée par une société (qu'il s'agisse d'une société soumise à l'impôt sur le revenu (IR) ou d'une société soumise à l'impôt sur les sociétés (IS)), alors celle-ci sera soumise au régime des plus-values professionnelles.

Les différents acteurs du capital-risque étant soumis soit à l'un, soit à l'autre de ces deux régimes, il apparaît nécessaire de présenter chacun d'eux afin que l'appréciation ultérieure des exceptions à ces régimes mises en place en vue de favoriser le capital-risque soit faite au regard de ceux-ci. Dans cette perspective, sera donc tout d'abord étudié ici le régime fiscal général des plus-values de cession de titres des particuliers (A), puis celui des plus-values professionnelles (B).

A. Le régime général des PV de cession de titres des particuliers

Il convient, avant de s'intéresser à la question du taux et des éventuels abattements que peuvent connaître les plus-values de cession de titres réalisées par des particuliers, d'opérer un bref rappel des caractéristiques du traitement fiscal français de ces plus-values. Ainsi s'agit-il tout d'abord de rappeler qu'une plus-value de cession de titres (ou une moins-value) est calculée par la différence entre le prix de cession et le prix d'acquisition des titres en cause. Afin que seule la plus-value effective soit imposée toutefois, le prix de vente est, selon les dispositions du 1 de l'article 150-0 D du CGI, diminué du montant des frais et taxes acquittés par le cédant à l'occasion de la cession. Le fait générateur de l'imposition est en matière de plus-value le transfert de propriété et la plus-value est imposée au titre de l'année au cours de laquelle est intervenue la cession. Enfin, en ce qui concerne le prix de la cession lors des ventes directes (de gré à gré), celui-ci s'entend – et en cela, il s'inscrit dans la logique de l'article 1591 du Code civil⁴⁹ – du prix réel stipulé entre les parties.

⁴⁸ Selon le I de l'article 151 nonies du CGI, « lorsqu'un contribuable exerce son activité professionnelle dans le cadre d'une société dont les bénéfices sont, en application des articles 8 et 8 ter du CGI, soumis en son nom à l'impôt sur le revenu dans la catégorie des bénéfices agricoles réels, des bénéfices industriels ou commerciaux ou des bénéfices non commerciaux, ses droits ou parts dans la société sont considérés comme des éléments d'actif affectés à l'exercice de la profession ». Dès lors, les plus-values réalisées lors de la cession de ces droits ou parts relèvent du régime des plus-values professionnelles défini aux articles 39 duodécies à 39 quindecies du CGI.

⁴⁹ Celui-ci impose en effet que le prix de la vente soit « déterminé et désigné par les parties ».

S'agissant du taux, depuis la loi de finances pour 2013⁵⁰, les plus-values de cession à titre onéreux de valeurs mobilières et droits sociaux réalisées par les particuliers sont soumises au barème progressif de l'impôt sur le revenu. Cette décision trouve son origine dans l'un des 60 engagements de campagne de François Hollande lors de la campagne présidentielle de 2012⁵¹. Avant cela, les plus-values de cession de titres réalisées par les particuliers étaient imposées, selon les dispositions des articles 150-0 A à 150-0 F du CGI, forfaitairement à l'impôt sur le revenu (auquel il fallait par ailleurs, comme aujourd'hui, ajouter les prélèvements sociaux).

Il apparaît pertinent d'effectuer ici une brève étude des évolutions que le régime général des PV de cession de titres des particuliers a connu lors de la dernière décennie, et ce afin de comprendre la tendance dans laquelle nous nous situons. Ainsi, jusqu'en 2010, les PV de cession de titres étaient soumises à l'impôt sur le revenu pour le taux forfaitaire de 18% auquel il fallait ajouter des prélèvements sociaux pour un taux de 12,1%⁵². L'imposition se faisait donc à un taux global de 30,1%. Il faut ajouter à cela que le 1 du I de l'article 150-0 A du CGI prévoyait une exonération de ces plus-values réalisées – tant pour les prélèvements sociaux que pour l'impôt sur le revenu – dès lors que celles-ci n'excédaient pas un total fixé pour 25'730 euros pour l'année 2009 et 25'830 euros pour l'année 2010. Il est d'ailleurs à noter que cette exonération pour les plus-values de faible importance n'avait cessé de s'accroître, étant par exemple passée de 20'000 euros pour les PV réalisées pour l'année 2007 à un seuil de 25'000 euros pour les PV réalisées lors de l'année 2008.

Le premier alourdissement s'est effectué par la loi de financement pour la sécurité sociale de 2010⁵³. Celle-ci, dans le 1° du I de son article 17, a supprimé l'exonération de prélèvements sociaux pour les PV n'excédant pas un total de 25'830 euros pour l'année 2010. Le taux de 12,1% était donc applicable à compter de cette loi à partir du premier euro de plus-value de cession de titres réalisée par un particulier. Il y eut ensuite un autre alourdissement avec l'article 8 de la loi de finances pour 2011⁵⁴ qui supprima l'exonération à l'impôt sur le revenu pour les PV de faible importance prévu par le 1 du I de l'article 150-0 A du CGI : dès lors, les plus-values étaient taxées à l'impôt sur le revenu et aux prélèvements sociaux quel que soit le

⁵⁰ Loi n°2012-1509 du 29 décembre 2012.

⁵¹ Engagement n°14 sous le titre « *Je veux engager une grande réforme fiscale* » : « *Les revenus du capital seront imposés comme ceux du travail* ».

⁵² Ces 12,1% de prélèvements sociaux se décomposent en 8,2 % de CSG, 0,5 % de CRDS, 2 % de prélèvement sur les revenus du capital, 0,3 % de contribution à la CNSA et 1,1 % de contribution au financement du RSA.

⁵³ Loi n°2009-1646 du 24 décembre 2009.

⁵⁴ Loi n°2010-1657 du 29 décembre 2010.

montant de la cession, c'est à dire dès le premier euro de gain. Il est utile de rappeler par ailleurs que le législateur, par l'article 6 de la loi de finances pour 2011, avait relevé de 18 à 19% le taux d'imposition forfaitaire à l'impôt sur le revenu.

Pour l'année 2012, l'imposition des plus-values s'est encore alourdie puisque l'imposition forfaitaire se fait à un taux de 24% désormais et que les prélèvements sociaux se font à un taux de 15,5%, soit une imposition globale de 39,5%. Une différence déjà conséquente peut donc être à ce titre relevée eu égard à l'imposition de 2010 à un taux global de 30,1%. De plus, l'article 2 de la loi de finances pour 2012⁵⁵ a également créé une autre imposition venant, à partir de certains seuils, alourdir l'imposition du contribuable au titre de ses revenus de l'année : la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus (CEHR). L'article 223 sexies du CGI en a défini les taux⁵⁶.

La loi de finances pour 2013 a introduit, comme il l'a déjà été écrit précédemment, la grande modification de ce régime en décidant de la soumission des PV réalisées par des particuliers au barème progressif de l'impôt sur le revenu. Cette loi de finances a, en parallèle, prévu la création d'une nouvelle tranche d'imposition à l'IR de 45%⁵⁷. Trois mécanismes ont cependant été institués par cette loi de finances pour 2013 afin d'atténuer ce passage au barème progressif⁵⁸ : 1) une déductibilité de la CSG payée sur la totalité des plus-values (sans que ne soient donc pris en compte les abattements qui viennent les minorer, abattements que nous allons ensuite évoquer) sur le revenu global de l'année suivante à hauteur de 5,1% ; 2)

⁵⁵ Loi n°2011-1977 du 28 décembre 2011.

⁵⁶ Selon l'article 223 sexies du CGI, cette contribution est calculée en appliquant un taux de 3 % « à la fraction de revenu fiscal de référence supérieure à 250 000 € et inférieure ou égale à 500 000 € pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et supérieure à 500 000 € et inférieure ou égale à 1 000 000 € pour les contribuables soumis à imposition commune » ou de 4 % « à la fraction de revenu fiscal de référence supérieure à 500 000 € pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et supérieure à 1 000 000 € pour les contribuables soumis à imposition commune ».

⁵⁷ Cette nouvelle tranche s'appliquant, pour l'année 2013, à la fraction du revenu imposable (pour une part) supérieure à 150'000 euros.

⁵⁸ La « fronde des pigeons », nom donné à la contestation en 2012-2013 des entrepreneurs à ce passage des PV de cession au barème progressif de l'IR, a notamment été la cause de ces mécanismes visant à atténuer leur imposition figurant dans la loi de finances pour 2013. Fleur Pellerin, ministre déléguée aux PME de l'époque, avait ainsi annoncé un recul, le 4 octobre 2012 : *"Nous allons ajuster pour faire en sorte qu'il n'y ait pas quelque chose de très pénalisant pour la création d'entreprises et l'innovation."* La fronde s'étant néanmoins poursuivie, il est intéressant à ce titre de noter que les nouveaux abattements pour durée de détention institués par la loi de finances pour 2014, plus favorables que ceux institués par celle de 2013, seront annoncés lors du discours de clôture des Assises de l'entrepreneuriat du 29 avril 2013 du Président de la République d'alors, François Hollande.

un abattement pour durée de détention⁵⁹ et enfin un régime spécifique prévoyant une option pour les cessions réalisées par un entrepreneur, sous certaines conditions, permettant d'encore bénéficier d'une imposition forfaitaire au taux de 19%⁶⁰. L'article 17 de la loi de finances pour 2014 a cependant supprimé ces deux dernières dispositions qui n'auront donc jamais eu d'application concrète. En revanche, cette loi de finances pour 2014 a instauré de nouveaux dispositifs d'abattements pour durée de détention figurant à l'article 150-0 D du CGI : un abattement de droit commun et un abattement dit « incitatif » (150-0 D 1 quater du CGI, sur lequel nous reviendrons ultérieurement lors de l'étude des régimes incitatifs). Cet abattement de droit commun est le suivant : 50 % du montant des gains nets ou des distributions⁶¹ lorsque les actions, parts, droits ou titres sont détenus depuis au moins deux ans et moins de huit ans à la date de la cession ou de la distribution ; 65 % du montant des gains nets ou des distributions lorsque les actions, parts, droits ou titres sont détenus depuis au moins huit ans à la date de la cession ou de la distribution. Il est à noter que cet abattement ne joue que pour l'impôt sur le revenu et non pas pour les prélèvements sociaux également. Le régime fiscal général des plus-values des particuliers n'a, depuis la loi de finances pour 2014, pas connu de changements et celui-ci s'applique donc toujours aux plus-values de cession de titres réalisées depuis lors⁶².

Au regard de cette évolution, il peut donc être noté un évident durcissement de l'imposition des plus-values de cession de titres au fil des années, durcissement ayant connu son point paroxystique avec la loi de finances pour 2013 avant d'avoir été aménagé par la loi de finances pour 2014 faite en vue de tempérer, et ce notamment pour d'éventuels Business Angels figurant dans la nouvelle tranche de 45%, les conséquences de ce basculement à l'imposition au barème progressif de l'IR. Ce régime général des plus-values des particuliers ayant été décrit, nous allons désormais passer à l'évocation du régime des plus-values professionnelles. Si son importance est en effet moindre pour le capital-risque comme nous le

⁵⁹ Celui-ci était fixé comme suit : 20% lorsque les actions ou parts sont détenues depuis au moins 2 ans et moins de 4 ans ; 30% lorsque les actions ou parts sont détenues depuis au moins 4 ans et moins de 6 ans ; 40% lorsque les actions ou parts sont détenues depuis plus de 6 ans.

⁶¹ En effet, le régime des PV de cession de valeurs mobilières s'applique également, à compter du 1^{er} janvier 2013, aux distributions de PV effectuées par les organismes de placement collectif énumérés dans le 1 de l'article 150-0 D du CGI (FCPR, FCPI, FPI, etc).

⁶² Il est toutefois à noter sur ce point que figurait, parmi le programme du nouveau président élu le 7 mai 2017 Emmanuel Macron, la volonté de revenir à « *un prélèvement forfaitaire unique (PFU) de l'ordre de 30% qui sera appliqué à l'ensemble des revenus tirés du capital mobilier (intérêts, dividendes, plus-values mobilières)* ». Selon ce même programme, ceci « *évitera des impositions marginales excessives, qui peuvent décourager l'investissement* ».

verrons, son évocation n'en reste pas moins nécessaire dans le cadre d'un mémoire visant à une approche globale du régime fiscal français des plus et moins values de cession de titres.

B. Le régime général des plus-values professionnelles

Lorsqu'une entreprise cède une immobilisation⁶³, que ce soit volontaire (vente, apport en société, cessation d'activité) ou involontaire, elle dégage un profit (ou une perte) à caractère exceptionnel imposable : une plus-value (ou moins-value)⁶⁴. Ces plus ou moins-values ont vocation à s'intégrer au résultat imposable de l'entreprise au même titre que les revenus ou pertes ordinaires de celle-ci. Il est à noter cependant que le régime des plus-values professionnelles est néanmoins spécifique au regard des bénéfices traditionnels réalisés par les entreprises et que l'impôt dû sur la plus-value réalisée va différer selon le bien cédé, selon sa durée de détention et selon le régime d'imposition de l'entreprise cédante. Le régime des plus-values professionnelles varie donc selon que la société qui réalise la plus-value est soumise à l'IR ou à l'IS.

Avant de passer à l'étude de ces deux sous-régimes constituant ce régime général des plus-values professionnelles, deux points doivent toutefois être éclaircis au regard de l'objet de ce mémoire. Le premier concerne les titres d'une société détenus par une autre société : sont-ils considérés comme des immobilisations (dont la cession entraînerait donc une plus-value professionnelle) ? La réponse est positive, en ce qu'il existe une troisième catégorie d'immobilisations (aux côtés des immobilisations corporelles et incorporelles) : les immobilisations financières, qui sont des actifs financiers détenus durablement par l'entreprise. Les immobilisations financières comprennent les éléments suivants : les titres de participation, les titres immobilisés, les prêts accordés par l'entreprise, les dépôts et

⁶³ La loi fiscale ne donnant pas de définition générale des immobilisations, il convient de se référer sur ce point à la loi comptable selon les prescriptions de l'article 38 quater de l'annexe III du CGI. Les immobilisations sont une catégorie d'actifs, la notion même d'« actifs » se trouvant définie à l'article 211-1 du Plan Comptable Général (PCG) : « un actif est un élément identifiable du patrimoine ayant une valeur économique positive pour l'entité, c'est-à-dire un élément générant une ressource que l'entité contrôle du fait d'événements passés et dont elle attend des avantages économiques futurs ». A l'intérieur de ces actifs, les immobilisations en constituent une catégorie particulière, qui est définie de deux manières par le PCG selon qu'il s'agisse d'une immobilisation corporelle (article 211-6 : actif physique détenu par l'entreprise et visant à la servir de manière durable) ou d'une immobilisation incorporelle (article 211-5 : actif non monétaire sans substance physique visant là aussi à servir l'entreprise de manière durable).

⁶⁴ Il peut ici être noté que l'on s'écarte de l'approche civiliste de la notion de « cession » qui repose sur la vente pour lui préférer, comme le note M. Daniel Gutmann dans son ouvrage Droit Fiscal des Affaires, une conception fiscale selon laquelle le fait générateur de la plus-value est « une opération ou un événement qui se traduit, en fait, par la disparition à l'actif de l'entreprise des éléments dans lesquels ces plus-values étaient latentes ».

cautionnement. Parmi ce qui nous intéresse en matière de plus-values de cessions de titres seront donc retrouvés les titres de participation d'un côté et les autres titres immobilisés de l'autre. Les titres de participation correspondent aux titres dont la possession durable est estimée utile à l'activité de l'entreprise en ce qu'ils permettent notamment d'exercer une influence sur la société émettrice des titres et d'en assurer le contrôle. Le 18^{ème} alinéa du 5° du 1 de l'article 39 du CGI renvoie d'ailleurs à cette définition comptable. Ainsi, selon le PCG, les titres suivants sont présumés être des titres de participation : 1) les titres qui représentent plus de 10% du capital d'une société, 2) les titres qui ont été acquis par offre publique d'achat (OPA) ou d'échange (OPE). Les autres titres immobilisés sont quant à eux les titres que l'entreprise n'a pas l'intention de revendre à court terme et qui ne répondent pas à la définition des titres de participation : parts ou actions représentatives d'une autre société ne répondant pas à la définition de titres de participation, parts de fonds communs de placement possédées durablement... Ces immobilisations financières ne peuvent toutefois pas, point important, faire l'objet d'amortissement⁶⁵. Le régime de leur vente sera toutefois bien celui des plus ou moins values professionnelles en tant qu'il s'agit d'immobilisations .

Le deuxième point nécessitant d'être évoqué est celui de savoir en quoi ce régime des plus ou moins values professionnelles est lié au capital-risque et donc en quoi il mérite d'être étudié ici. Comme nous l'avons relevé dans l'introduction, les deux principaux acteurs du capital-risque actuel sont les Business Angels d'un côté, les fonds de capital-risque de l'autre. Or, aucun de ces deux acteurs n'est soumis à ce régime : les Business Angels relèvent en effet du régime des PV des particuliers tandis que les fonds de capital-risque relèvent de régimes dérogatoires du fait de leur spécificité, et ce même pour les fonds constitués sous forme de sociétés (société de capital-risque (SCR), société de libre-partenariat (SLP)) qui devraient sinon normalement être soumis à ce régime des plus-values professionnelles de droit commun. Dès lors, quelle utilité d'étudier ce régime des plus-values professionnelles ? Répondre qu'il n'y en a aucune serait oublier le troisième acteur émergent du capital-risque français : l'entreprise déjà installée sur le marché⁶⁶. Que l'entreprise acquiert directement des titres de jeunes sociétés innovantes ou le fasse par l'intermédiaire de fonds de capital-risque,

⁶⁵ Cela viendra simplifier considérablement, comme nous le verrons ensuite, leur calcul lorsque la plus-value est à long terme (cédée après plus de deux ans) puisqu'il n'y aura pas à prendre en compte l'amortissement pratiqué (excès d'amortissement ou insuffisance d'amortissement) et retraiter la plus-value dans une ventilation court-terme/long-terme en fonction de celui-ci.

⁶⁶ On parle ici de « Corporate Venture Capital », qui a – preuve de son importance aux yeux des pouvoirs publics – notamment fait l'objet d'un dispositif fiscal incitatif entré en vigueur le 3 septembre 2016 (mentionné dans l'introduction).

la problématique se pose en effet de savoir quel sera l'exact traitement fiscal de la plus-value qu'elle réalisera à l'occasion de la vente de ces titres. Cette plus-value étant soumise au régime des plus-values professionnelles, une étude de ce régime est donc nécessaire. Telle est donc la raison pour laquelle nous étudierons dans un premier temps le régime des plus-values professionnelles pour les sociétés soumises à l'IR (1) et, dans un second, celui des sociétés soumises à l'IS (2).

1) Le régime des plus-values professionnelles des sociétés soumises à l'IR

Contrairement à la fiscalité des plus-values des particuliers où il est aisé de déterminer le montant de la plus-value réalisée (différence entre prix d'acquisition et prix de vente du bien), il est plus délicat de déterminer le montant de cette plus-value pour les sociétés, qu'elles soient soumises à l'IR ou à l'IS. Celles-ci tiennent en effet une comptabilité au sein de laquelle les biens voient leur valeur évoluer au fil du temps (avec les amortissements ou dépréciations). Au jour de la cession, l'actif cédé peut donc avoir une valeur nette fiscale différente de son prix d'achat. La plus-value (ou moins-value) réalisée équivaut donc à la différence entre le prix de cession et la valeur nette fiscale du bien cédé. En matière de cession de titres, ceux-ci ne sont pas – comme il l'a été dit précédemment – amortissables, bien qu'ils constituent des immobilisations (financières). La différence entre le prix d'achat et la valeur nette fiscale des titres cédés ne pourra donc provenir que d'éventuelles dépréciations des titres pratiquée par l'entreprise qui les détient. Il faudra alors, pour déterminer le montant de la plus-value réalisée, minorer le prix d'achat des dépréciations pratiquées durant l'intervalle entre cet achat des titres et la cession, ce qui mécaniquement viendra majorer le montant de la plus-value réalisée⁶⁷.

S'agissant du taux d'imposition de ces PV professionnelles pour les entreprises soumises à l'impôt sur le revenu, le régime d'imposition diffère selon que la plus-value est effectuée à court-terme ou à long-terme. Il ne s'agit toutefois pas, comme le relève M. Daniel Gutmann dans son ouvrage Droit Fiscal des Affaires, d'une distinction d'essence systématique uniquement fondée sur la durée de détention. En effet, le droit fiscal « *ne distingue pas des essences : il établit des régimes d'imposition* », ce qui fait qu'un certain nombre de revenus

⁶⁷ Un exemple de calcul du montant de la PV dans le cadre d'une dépréciation : imaginons une société A ayant acquis des titres pour une valeur de 100 durant l'année N, ayant déprécié ses titres pour une valeur de 20 en N+1 et les ayant revendus pour une valeur de 200 en N+2. Le montant de la PV sera donc de : $200 - (100 - 20) = 120$.

ne correspondant pas à des plus-values au sens strict du terme sont imposés selon le régime des plus-values à long terme : produits issus de la cession de brevets, logiciels ou marques par exemple. Selon cet auteur toujours, « on ferait mieux de parler de « régime spécial » plutôt que de régime des « plus-values à long-terme ».

Cela ayant été dit, la distinction en matière de plus-value professionnelles pour les sociétés soumises à l'IR, se fait bien selon la durée de détention du bien cédé selon le 1 de l'article 39 duodecimes du CGI. Ainsi, la plus-value soumise au régime du court-terme – soit cédée avant deux ans – est traitée comme n'importe quel autre revenu de l'entreprise. Elle sera ainsi ajoutée aux autres éléments du résultat afin d'être imposée au barème progressif de l'IR. Il existe cependant une spécificité concernant ces plus-values à court-terme : leur imposition peut, sur demande de l'entreprise, être étalée sur une durée de trois ans selon les prescriptions de l'article 39 quaterdecimes du CGI. Le montant de la PV réalisée est alors rattaché en parts égales aux résultats de l'exercice dans lequel a eu lieu la cession et dans les deux exercices suivants. Quand aux plus-values à long-terme, soit lorsque la cession se fait après deux ans, elles font l'objet d'une imposition séparée au taux de 16% (auquel il faut ajouter les 16,5% de prélèvements sociaux).

Cette présentation du régime des plus-values professionnelles pour les entreprises soumises à l'IR faite, nous pouvons désormais passer à celle pour les entreprises soumises à l'IS.

2) Le régime général des plus-values professionnelles des sociétés soumises à l'IS

Il existait jusqu'en 1996 la même distinction pour les PV réalisées par une société soumise à l'IS entre court-terme et long-terme que celle qui subsiste aujourd'hui encore pour les sociétés soumises à l'IR. Les plus-values à court-terme étaient imposées à l'impôt sur les sociétés comme des revenus ordinaires tandis que les plus-values à long-terme faisaient l'objet d'une imposition à un taux proportionnel qui était fixé au a du I de l'article 219 du CGI. Toutefois, l'article 2 de la loi n° 97-1026 du 10 novembre 1997 *portant mesures urgentes à caractère fiscal et financier* a supprimé ce régime pour les plus ou moins-values à long terme provenant de la cession de l'ensemble des éléments de l'actif immobilisé, à quelques exceptions près sur lesquelles nous allons revenir. Ainsi, depuis les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 1997, les plus ou moins-values provenant de la cession de l'ensemble des éléments de l'actif immobilisé sont prises en compte dans le résultat imposable dans les conditions et au taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés.

Il apparaît qu'il y ait quatre types d'exceptions à ce régime général des plus-values professionnelles des sociétés soumises à l'IS : 1) la cession de titres de participation au sens du a ter du I de l'article 219 du CGI détenus depuis au moins 2 ans qui est exonérée sous réserve de la réintégration d'une quote-part de frais et charges d'aujourd'hui 12% ; 2) la cession des titres de certains fonds communs de placement à risque ou de sociétés de capital risque détenus depuis au moins cinq ans⁶⁸ qui bénéficie soit d'une exonération totale (sans réintégration d'une QPFC donc) pour la fraction de la plus-value de cession qui correspond à la part de l'actif total du fonds de capital-risque représenté par des titres de participation soit d'un taux de 15% pour la fraction excédentaire de la plus-value⁶⁹ ; 3) la cession de titres de sociétés à prépondérance immobilière cotée bénéficiant d'un taux réduit de 19% et enfin 4) les produits de la propriété intellectuelle (les plus-values de cession de brevets et les produits tirés de la concession de brevets détenus depuis au moins 2 ans sont imposées au taux réduit de 15%).

La législation quant au traitement de ces exceptions est initialement allée en s'adoucissant du fait de deux dispositions prévues à l'article 39 de la loi de finances rectificatives pour 2004⁷⁰. Dans un premier temps, le législateur a ainsi prévu d'abaisser, pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2005, de 19 % à 15 % le taux d'imposition des plus-values à long terme réalisées par les entreprises relevant de l'impôt sur les sociétés. Puis dans un second temps, pour les exercices ouverts à compter à compter du 1^{er} janvier 2006, il a instauré, au sein du régime des plus-values à long terme, un régime d'imposition séparé au taux de 8 % en 2006, puis de 0 % (avec réintégration d'une quote-part de frais et charges (QPFC) de 5%) à

⁶⁸ C'est l'article 17 de la loi n°2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie, codifié au a sexies du I de l'article 219 du CGI qui a étendu, à compter du 1^{er} janvier 2006, ce régime d'exception à certaines cessions de titres de ces fonds communs de placement à risque et sociétés de capital-risque.

⁶⁹ Il est à noter que, comme pour le régime des distributions de ces fonds pour les particuliers, les distributions de ces fonds en faveur de sociétés soumises à l'IS suivent la même logique que celle relative à la cession de parts de ces fonds (mécanisme de transparence fiscale assimilant ces distributions à des plus-values directement réalisées par les investisseurs). On retrouvera donc cette distinction exonération/taux réduit de 15% en ce qui concerne les distributions effectuées par ces fonds de capital-risque à des sociétés soumises à l'IS. Seule différence toutefois entre les deux régimes : la condition de détention de cinq ans des parts dans le fonds de capital-risque ne s'applique pas pour qu'il y ait exonération des distributions (1 du a sexies du I de l'article 219 du CGI).

⁷⁰ Loi n°2004-1485 du 30 décembre 2004.

compter de 2007 en cas de cession de certains titres de participation⁷¹ réalisés par les entreprises soumises à l'impôt sur les sociétés.

Cette même législation concernant ces exceptions s'est néanmoins alourdie par la suite, posant un certain nombre de problèmes que nous nous contenterons d'évoquer ici du fait de leur caractère périphérique à notre sujet. Ainsi, suite à un certain nombre de polémiques politiques⁷² et à un rapport d'octobre 2010 du conseil des prélèvements obligatoires (CPO) en pointant le coût budgétaire⁷³, la QPFC réintégrée dans le résultat imposable à la suite de l'exonération de la PV réalisée sur les titres de participation, initialement fixée à 5% , a été portée à 10% par l'article 4 de la deuxième loi de finances rectificatives pour 2011. Puis ce taux a été porté à 12% par l'article l'article 22 de la loi de finances pour 2013⁷⁴ pour les exercices clos à compter du 31 décembre 2012.

Au-delà de l'augmentation importante de cette QPFC, un autre problème peut être pointé : celui de la discordance existant depuis 2011 (et s'étant accrue depuis la loi de finances pour 2013) pour les groupes de sociétés entre le traitement des dividendes versés par les filiales à la mère et le traitement des plus-values réalisées lors de la vente de ces filiales. Prenons comme préalable qu'une plus-value a la même nature économique qu'un dividende qui aurait pu être distribué avant qu'il y ait cession : lorsqu'une filiale a en effet réalisé un bénéfice, soit elle le distribue, soit elle le met en réserve et si le bénéfice n'est pas distribué mais bien mis en réserve, alors les capitaux propres de la filiale sont augmentés des réserves et la valeur de la filiale augmente dans les mêmes proportions. Lorsqu'il y aura vente des titres de la filiale, la PV sera dès lors assise sur une valeur de filiale augmentée des réserves effectuées antérieurement : il y a donc un lien entre PV et distribution de dividendes, la PV pouvant in fine être vue comme des dividendes n'ayant pas été distribués. Dès lors, il importe que le

⁷¹ Les conditions, pour bénéficier de ce régime d'exonération des PV à long-terme visé par l'article 219 I-a quinquies du CGI, sont au nombre de deux, cumulatives : les titres doivent avoir été détenus depuis au moins deux ans et doivent avoir la qualification de titres de participation. Rappelons ici que la définition comptable des titres de participation est la suivante : ce sont ceux dont la possession durable est estimée utile à l'activité de l'entreprise, notamment parce qu'elle permet d'exercer une influence sur la société émettrice ou d'en assurer le contrôle. Le Conseil d'Etat a d'ailleurs une jurisprudence bien établie sur l'utilité de la détention d'une participation, celle-ci pouvant être caractérisée si les conditions d'achat des titres en cause révèlent l'intention de l'acquéreur d'exercer une influence sur la société émettrice et lui donnent les moyens d'exercer une telle influence (CE 12 mars 2012 n° 342293, CE 25 janvier 2017 n° 391057).

⁷² Cette exonération, aussi appelée « Niche Copé », a ainsi fait l'objet de vives critiques de la part de responsables politiques, étant accusée de favoriser uniquement les grands groupes. Ainsi peut-on par exemple citer ces propos tenus par Martine Aubry lors d'un entretien au quotidien La Tribune, le 5 septembre 2011 : « *La niche Copé : 22 milliards d'euros ont été dépensés pour baisser les impôts des sociétés qui se séparent de leurs filiales ! C'est un incroyable gâchis* ».

⁷³ Celui-ci avait pointé des sommes en hausse exponentielle : 434 millions d'euros en 2006 (date de sa première entrée en application), 2 milliards en 2007 puis 12,5 milliards en 2008 et enfin 6 milliards en 2009.

⁷⁴ Loi n° 2012-1509 du 29 décembre 2012.

régime fiscal de la distribution et celui de la PV soient identiques pour qu'il existe une neutralité fiscale du choix entre distribution et mise en réserve. Or ce n'est pas le cas en la matière puisque, d'après les dispositions du régime mère-fille⁷⁵, les dividendes versés à la mère sont exonérés d'impôt sur les sociétés hors réintégration d'une QPFC de 5%. D'où une sensible différence avec la QPFC de 12% en matière de plus-values de cession de titres de participation. Par ce biais, la distribution de dividendes est donc indubitablement fiscalement favorisée. Cela paraît d'autant plus problématique dans le contexte du secteur des entreprises innovantes qui, comme cela avait été relevé dans l'introduction, ne verse normalement que très peu de dividendes du fait d'une culture entrepreneuriale assimilant les distributions de dividendes à la fin de la période de forte innovation de l'entreprise. Dans une démarche purement hypothétique, cette distorsion pourrait donc éventuellement constituer un frein à l'investissement des grandes entreprises dans les sociétés innovantes en ce qu'il ne favorise pas le moyen habituel de rémunération des investisseurs du capital-risque : la rémunération par la plus-value.

Ainsi a-t-on pu observer les différents régimes généraux de traitement des plus-values en France et, en filigrane, apprécier par le suivi de leurs évolutions les tensions qui les traversent et l'esprit qui les anime : autant d'éléments qui nous seront utiles ultérieurement lorsque l'on se penchera sur la cohérence du dispositif d'ensemble (régime général + exceptions). Afin que ce premier chapitre de présentation du régime actuel des plus et moins values de cession de titres soit complet, il nous faut cependant nous pencher désormais sur le traitement fiscal français des moins-values de cession de titres.

II. Le traitement fiscal français des moins-values de cession de titres

Si, comme nous le verrons ultérieurement, la France impose particulièrement lourdement les plus-values de cession de titres au regard de la moyenne européenne, celle-ci accorde néanmoins – tant aux particuliers qu'aux entreprises réalisant des opérations de ventes de titres – la possibilité de prendre fiscalement en compte les éventuelles moins-values que ceux-ci peuvent réaliser. Rappelons ici qu'une moins-value correspond à une perte pour le cessionnaire des titres : il s'agit du cas dans lequel leur prix de cession est inférieur à leur prix

⁷⁵ I de l'article 216 du CGI.

d'acquisition. Prendre en compte fiscalement les moins-values, c'est donc utiliser la fiscalité comme un outil de compensation pour l'investisseur, qui pourra in fine trouver une utilité à la perte qu'il a réalisée. Pour apprécier cette utilité, l'étude du traitement fiscal des moins-values en France va nous amener ici aussi à distinguer ce traitement fiscal des moins-values en deux catégories selon que les moins-values soient réalisées par des particuliers (A) ou selon qu'elles soient réalisées par des entreprises (qu'elles soient soumises à l'IR ou à l'IS) : on parlera dans ce cas de moins-values professionnelles (B).

A. Le traitement fiscal des moins-values de cession de titres réalisées par des particuliers

Selon le 11 de l'article 150-0 D du CGI, il est prévu que *« les moins-values subies au cours d'une année sont imputables exclusivement sur les plus-values de même nature réalisées au cours de la même année ou des dix années suivantes »*. Aucune imputation des moins-values sur le revenu global du particulier n'est donc possible. Se pose néanmoins dès lors la question de savoir ce qu'il faut entendre par « plus-values de même nature » pour appréhender la portée de cette possibilité d'imputation. Sur ce point, l'administration fiscale a opté – sa doctrine⁷⁶ le révèle – pour une approche large de la notion de « plus-values de même nature ». Enonçant ainsi le principe suivant lequel *« Sont de même nature, les plus ou moins-values afférentes à l'ensemble des titres mentionnés à l'article 150-0 A du CGI et ce quelles que soient les modalités d'imposition des plus-values et des moins-values réalisées (imposition au barème progressif de l'impôt sur le revenu ou, par exception, à un taux forfaitaire) »*, elle énonce ensuite, toujours dans cette même doctrine⁷⁷, que les plus-values et moins-values pouvant ainsi être considérées comme étant de même nature. Si nous ne relèverons évidemment pas ici la liste exhaustive de celles-ci, quelques exemples illustrant cette approche large retenue par l'administration méritent toutefois d'apparaître ici. Ainsi est-il admis que les moins-values réalisées par un particulier à l'occasion d'une cession de titres mentionnés à l'article 150-0-A du CGI peuvent notamment s'imputer sur les distributions des sociétés de capital-risque mentionnées au 1 du II de l'article 163 quinquies C du CGI ou encore sur les distributions de plus-values nettes de cession de titres effectuées par les FPI, mentionnées à l'article 150-0 F du CGI (le mécanisme d'imputation est également valide pour les distributions effectuées par les FCPI et FCPR).

⁷⁶ BOI-RPPM-PVBMI-20-10-40-20160411.

⁷⁷ BOI-RPPM-PVBMI-20-10-40-20160411.

En appliquant à l'imputation des moins-values cette assimilation « distributions de fonds de capital-risque (dans leurs différentes formes juridiques) = plus-values », l'administration fait montre d'une forme de cohérence eu égard au mécanisme de transparence fiscale applicable à ces fonds⁷⁸ et offre pour l'investisseur ayant réalisé une moins-value une large palette de gains (qui ne sont pas forcément des plus-values stricto sensu comme il vient de l'être vu) sur lesquels il lui sera possible d'imputer celle-ci. Notons d'ailleurs également que, dans cette même logique de cohérence avec les dispositifs incitatifs existants, la moins-value subie au titre de l'année en cours ou d'une année antérieure (dans les limites du délai de dix ans fixé par le 11 de l'article 150-0 D du CGI) peut être imputée sur une plus-value dont l'imposition est établie à l'expiration d'un report d'imposition (cette imputation étant possible quelle que soit la date de la réalisation de l'opération à l'origine du report d'imposition).

Cette logique de l'administration fiscale d'accompagnement des dispositifs incitatifs en matière de plus-values avait néanmoins deux importantes limites : s'agissant de l'imputation de la moins-value lorsque la cession des titres à l'origine de cette moins-value était réalisée dans le cadre d'un régime d'exonération d'une part, s'agissant de l'application des abattements pour durée de détention instaurés par la loi de finances pour 2014 au calcul des moins-values de l'autre. Ces deux limites étaient finalement liées puisqu'il s'agissait dans les deux cas – pour des situations que la loi ne visait pas expressément – de ne pas prendre en compte l'aspect incitatif en matière de plus-values de ces dispositifs en traitant les moins-values issues d'opérations relevant de ces dispositifs identiquement. Ce qui, logiquement, aboutissait à un résultat inverse en défavorisant les moins-values issues de ces dispositifs. Une affaire a illustré la première limite mentionnée ci-dessus, portant sur un régime n'existant plus aujourd'hui⁷⁹. L'administration y avait considéré (et avait été suivie dans son raisonnement par la Cour administrative d'appel de Paris⁸⁰) que, s'agissant des moins-values réalisées dans le cadre d'un régime exonérant les plus-values, il ne devait pas y avoir (du fait de cette exonération d'impôt sur le revenu des plus-values réalisées dans ce régime) possibilité

⁷⁸ Voir sur ce point la description effectuée dans l'introduction (page 14). Nous reviendrons ultérieurement – et de façon plus approfondie – sur ce mécanisme de transparence fiscale lors de l'étude des exceptions au régime générale des plus-values mises en place en vue de favoriser le capital-risque.

⁷⁹ Régime d'exonération des plus-values prévu au 3 du I de l'article 150-0 A du CGI. Celui énonçait que « *Lorsqu'une personne détenait avec son conjoint, leurs ascendants et leurs descendants, des droits dépassant un certain seuil dans les bénéficiaires sociaux d'une société soumise à l'impôt sur les sociétés, et qu'elle cédait ces droits à l'un des membres précités de son groupe familial, la plus-value réalisée à l'occasion de cette cession était, jusqu'à l'intervention de la loi de finances pour 2014, totalement exonérée, sous réserve d'une condition de conservation des titres pendant un délai de cinq ans* ».

⁸⁰ Arrêt de la Cour administrative d'appel de Paris n°11PA00814 du 3 octobre 2012.

d'imputer ces moins-values sur d'autres plus-values quant à elles imposables. Le raisonnement s'appuyait sur le caractère « flou » du 11 de l'article 150-0 D du CGI : selon l'administration et la CAA, les plus-values imposables n'étaient pas « de même nature » que les « moins-values exonérées ». Le Conseil d'Etat, dans une décision du 4 février 2015⁸¹, avait néanmoins jugé l'inverse : puisque aucune disposition expresse ne stipulait cette impossibilité d'imputation, celle-ci devait être possible sur les autres plus-values réalisées par le particulier.

L'intérêt de cette décision a surtout pu être mesuré au regard de la seconde limite évoquée, qui portait quant à elle sur la problématique des abattements de l'article 150-0 D du CGI (de droit commun et majorés) : suivant le même raisonnement, l'administration avait jugé que les abattements pour durée de détention applicables aux plus-values devaient également s'appliquer pour le calcul des moins-values. La conséquence était que les moins-values ainsi calculées étaient logiquement moins importantes au fur et à mesure que les titres étaient détenus longtemps avant d'être cédés : l'investisseur avait alors tout intérêt à revendre rapidement ses titres, ce qui était l'exact opposé de l'objectif de ce régime d'abattement visant à inciter à détenir ses titres sur le temps long afin d'éviter la spéculation. Le Conseil d'Etat, dans une décision du 12 novembre 2015⁸², a estimé que ce raisonnement de l'administration ne pouvait être valable en ce que les instructions de la doctrine fiscale « *ne se bornent pas à expliciter la loi mais y ajoutent des dispositions nouvelles qu'aucun texte ne les autorisait à édicter* ». Le raisonnement est donc le même que celui tenu dans la décision du 4 février 2017 : le Conseil d'Etat censure l'interprétation extensive de l'administration de la notion de « plus-values de même nature » du 11 de l'article 150-0 D du CGI. Dès lors, les moins-values vont devoir être prises en compte dans leur totalité quelle que soit la durée de détention des titres. De plus, le Conseil d'Etat juge d'une manière encore plus favorable pour le contribuable que l'imputation de ces moins-values doit se faire sur les différentes plus-values qu'il a réalisées avant tout abattement. On en déduit que lorsque le résultat de cette imputation génère un solde positif (soit un reliquat de plus-value imposable), ce solde est réduit des abattements pour durée de détention prévus à l'article 150-0 D du CGI ou à l'article 150-0 D ter du CGI. A l'inverse, lorsque le résultat de cette compensation génère un solde négatif (reliquat de moins-values de l'année et de moins-values des années antérieures non imputées),

⁸¹ Décision n°364197 du Conseil d'Etat du 4 février 2015.

⁸² Décision n°390265 du Conseil d'Etat du 12 novembre 2015.

ce solde est reportable pour son montant brut et est imputable sur les plus-values de même nature réalisées au cours des dix années suivantes.

On voit donc comment le Conseil d'Etat, par ces deux décisions, a réussi à concilier le régime des moins-values aux dispositifs incitatifs des plus-values afin de n'ôter à aucun des deux leur objectif premier : inciter l'investisseur à réaliser des opérations tout à la fois risquées et sur le long terme. Les exemples évoqués ci-dessus ayant permis d'illustrer cet esprit, il nous reste, avant de passer à l'étude du traitement des moins-values professionnelles, à évoquer le cas des moins-values qui résulteraient non pas du fait d'une vente de titres à un prix inférieur à celui de leur acquisition mais d'une annulation de ces titres.

Ainsi, selon le 12 de l'article 150-0 D du CGI, les pertes constatées en cas d'annulation de valeurs mobilières, de droits sociaux ou de titres assimilés mentionnés à l'article 150-0 A du CGI sont, sous certaines conditions, imputables sur les plus-values de même nature dans les mêmes conditions que les pertes subies à l'occasion de la cession à titre onéreux de ces mêmes valeurs, droits ou titres. Il est toutefois à noter que les titres détenus dans trois types de conditions ne rentrent pas dans ce dispositif⁸³. Si l'on étudie les conditions qui permettent quant à elles d'assimiler la perte résultant d'une annulation des titres en moins-value, il apparaît qu'il en existe deux. La première tient au fait qu'il faut que l'annulation soit non pas volontaire, mais qu'elle intervienne dans le cadre d'une procédure collective⁸⁴. Sont ainsi envisagées trois possibilités d'annulation des titres dans le cadre de la procédure collective : 1) réduction de capital en exécution d'un plan de redressement mentionné à l'article L. 631-19 du code de commerce ; 2) cession de l'entreprise ordonnée par le tribunal en application de l'article L. 631-22 du code de commerce ; 3) jugement de clôture de la liquidation judiciaire. La seconde condition pour bénéficier de cette assimilation tient au détenteur des titres : celui-ci ne doit pas avoir été mis en cause dans le cadre de la procédure collective⁸⁵.

⁸³ Ces trois types de conditions de détention des titres sont : 1) titres détenus dans le cadre d'engagements à long terme définis à l'article 163 bis A du CGI ; 2) titres détenus dans le cadre d'un plan d'épargne d'entreprise (PEE) visé à l'article 163 bis B du CGI ; 3) titres détenus dans le cadre d'un PEA ou d'un PEA-PME, défini à l'article 163 quinquies D du CGI.

⁸⁴ Telle que prévue par la loi n°85-98 du 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaire des entreprises.

⁸⁵ Selon le b du 12 de l'article 150-0 D du CGI, ces situations sont les condamnations mentionnées aux articles L. 651-2, L. 653-4, L. 653-5, L. 653-6, L. 653-8, L. 654-2 ou L. 654-6 du code de commerce.

S'agissant du mécanisme même de l'imputation des pertes, le principe est que l'imputation des pertes sur titres annulés est opérée au titre de l'année au cours de laquelle l'événement ayant entraîné l'annulation des valeurs mobilières ou de droits sociaux est intervenu (soit l'année au cours de laquelle intervient soit la réduction de capital en exécution du plan de redressement, soit la cession de l'entreprise, soit le jugement de clôture de la liquidation judiciaire). Néanmoins, il existe une option pour l'imputation anticipée des pertes : selon l'alinéa 2 du 12 de l'article 150-0 D du CGI, les contribuables peuvent ainsi imputer, préalablement à leur annulation, les pertes sur les titres de sociétés qui font l'objet d'une procédure de liquidation judiciaire ou de cession. Il est à noter que l'imputation des pertes, qu'elle soit sur option ou non, est toujours opérée dans la limite du prix effectif d'acquisition des titres.

Ainsi peut-on relever le caractère particulièrement favorable à l'investissement de ce dispositif d'assimilation des pertes résultant de l'annulation de titres à une moins-value : dès lors que l'investisseur n'est pas mis en cause, il aura ainsi l'assurance que s'il ne réussit pas à revendre les titres d'une société en difficulté, il aura néanmoins le droit à cette forme de compensation que la fiscalité offre par le mécanisme de la moins-value. Dans un domaine comme celui des jeunes entreprises innovantes où les échecs sont, comme il l'avait été relevé dans l'introduction, nombreux, il est évident que ce type de dispositif favorise la prise de risque en diminuant ses conséquences si les événements n'ont pas évolué dans le sens espéré par l'investisseur.

B. Le traitement fiscal des moins-values professionnelles

Le régime des moins-values professionnelles s'articule sur celui des plus-values professionnelles. En cela, deux remarques peuvent être ici effectuées : le fait qu'il suive la distinction établie par le régime des plus-values selon que l'entreprise soit soumise à l'impôt sur le revenu ou à l'impôt sur les sociétés d'une part, le fait que son peu de spécificités eu égard au régime des plus-values professionnelles nous amènera à le décrire relativement rapidement de l'autre.

Si l'on s'intéresse dans un premier temps au régime des moins-values professionnelles des entreprises soumises à l'IR, l'on remarque que celui-ci suit – comme il vient de l'être énoncé ci-dessus – le régime des plus-values professionnelles de ces mêmes entreprises. Ainsi y

remarque-t-on également, selon les prescriptions des 4 et 5 de l'article 39 duodecies du CGI, la distinction entre moins-value à court-terme (cession intervenue avant un délai de deux ans) et moins-value à long-terme (cession intervenue après un délai de deux ans). De même que la plus-value à court terme était ajoutée aux autres éléments du résultat afin d'être imposée au barème progressif, la moins-value à court-terme est retranchée des autres éléments du résultat avant que le revenu global de l'entreprise soit imposé au barème progressif de l'IR. En ce qui concerne en revanche les moins-values à long terme, leur particularité réside dans le fait qu'elles ne sont imputables que sur les plus-values à long-terme des dix exercices suivants : il n'est donc pas possible de les imputer sur le bénéfice ordinaire ou le revenu global.

S'agissant des entreprises relevant de l'impôt sur les sociétés maintenant, le régime des moins-values suit également celui des plus-values. Ainsi, depuis les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 1997, les plus ou moins-values provenant de la cession de l'ensemble des éléments de l'actif immobilisé sont prises en compte dans le résultat imposable dans les conditions et au taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés. S'agissant toutefois des moins-values réalisées dans le cadre des régimes d'exception qui relèvent encore du régime du long-terme (voir sur ce point les exceptions mentionnées précédemment : cession de titres de participation, cession de titres de certains fonds communs de placement, etc), il se pose la question ici de savoir quel est leur traitement.

Il convient de faire ici la distinction entre les moins-values à long-terme issues du régime de la cession de titres de participation détenus depuis au moins deux ans d'une part et les moins-values afférentes aux plus-values à long terme (soit les trois autres exceptions) relevant des taux 15% ou 19% de l'autre. S'agissant des moins-values à long terme afférentes aux titres de participation exonérés, celles-ci ne peuvent donner lieu à aucune déduction du résultat imposable et ne peuvent pas davantage être prises en compte pour compenser les plus-values à long terme réalisées à raison d'autres catégories de titres⁸⁶. Il y a ici une forme d'apparente cohérence dès lors que les plus-values de cession de ces titres de participation sont exonérées ; cohérence en apparence seulement puisque, du fait de la réintégration d'une QPFC de 12%, il ne peut être considéré que celles-ci soient complètement exonérées. L'absence totale de possibilité d'imputation des moins-values réalisées peut donc apparaître, à cet égard, comme contestable. S'agissant des moins-values à long-terme afférentes aux plus-values à long-terme relevant des taux de 15% ou 19%, celles-ci sont imputables – et en cela,

⁸⁶ On retrouve cette règle dans la doctrine administrative : BOI-IS-DEF-30-20160406.

elles suivent parfaitement la logique du 5 de l'article 39 duodecimes du CGI – sur les plus-values à long-terme réalisées au cours des dix exercices suivants, sans distinguer selon que ces plus-values sont soumises au taux de 15% ou 19%. Cette imputation peut être ainsi réalisée en priorité sur la plus-value imposable au taux le plus élevé : il peut ainsi être relevé que l'administration fiscale n'adopte pas ici l'approche restrictive de la notion de « plus-values de même nature » (ici mentionnée au deuxième alinéa du 1 du I de l'article 39 quindécimes du CGI) qui, en matière de plus et moins-values des particuliers, l'avait conduit à se voir contredite par le Conseil d'Etat⁸⁷.

Ainsi a-t-on pu ici étudier durant ce premier chapitre le régime général français des plus et moins values de cession de titres. Après cette description nécessaire pour fixer notre cadre de réflexion, il est désormais temps de se pencher sur les exceptions mises en place par le législateur au fil des années en vue de favoriser le développement du capital-risque français. Ce sont donc ces « incitations fiscales à la sortie » dans toute leur diversité que nous allons désormais étudier, en vue de procéder ultérieurement à leur examen critique au regard des objectifs pour lesquels elles ont été instaurées.

Chapitre 2 : les quatre types d'exception à ce régime général et leur application en faveur du capital-risque

En vue de soutenir le capital-risque en France, le législateur a introduit au fil du temps un certain nombre « d'incitations fiscales à la sortie », soit autant de dérogations faites au régime général des plus et moins values antérieurement décrit en vue de soutenir ce secteur jugé d'intérêt général par le politique. A ce titre, il nous a paru intéressant d'étudier les différentes « incitations à la sortie » en faveur du capital-risque instituées par le législateur en les appréhendant à travers le prisme des quatre grands types de dérogations possibles à un régime général de plus-values (quelles qu'elles soient) : l'abattement pour durée de détention (A), le taux réduit (B), l'exonération (C) et le report (D). Cette étude permettra en outre de commencer à percevoir, en filigrane, la manière dont le législateur a fiscalement transcrit la notion de « risque » dans ces différents régimes d'exception ; notion de « risque » qui, rappelons-le, est au cœur du capital-risque et pour laquelle la fiscalité devrait servir – et le

⁸⁷ Voir les décisions du Conseil d'Etat du 4 février et 12 novembre 2015 précitées.

raisonnement est ici le même que celui tenu en faveur de la prise en compte des moins-values – d’outil compensatoire.

A. L’abattement

Il existe plusieurs sortes d’abattements en fiscalité, qui concernent plusieurs types d’impôts⁸⁸. Leur principe est toutefois toujours identique : ils viennent diminuer la base imposable du contribuable. Dans le cadre de l’impôt sur le revenu, l’abattement permet de ne prendre en compte un revenu que partiellement pour le calcul de l’impôt. Ainsi, après application de l’abattement⁸⁹, la base d’imposition correspond à la part imposable d’un revenu. La fraction non imposable de ce revenu est quant à elle égale à l’abattement. Il apparaît à leur étude que les abattements peuvent suivre deux objectifs : permettre la correction des situations de double imposition d’une part⁹⁰, favoriser des secteurs d’activité ou des contribuables dans des situations spécifiques de l’autre.

C’est au sein de cette seconde catégorie que nous allons ici nous situer puisqu’il s’agit de s’intéresser aux incitations en faveur d’un secteur précisément déterminé : le capital-risque. En la matière, il apparaît qu’il n’existe qu’une seule « incitation à la sortie » prenant la forme d’un abattement pour le capital-risque : l’abattement majoré figurant au 1 quater de l’article 150-0 D du CGI. Rappelons qu’il existe un autre abattement au sein de l’article 150-0 D du CGI qui constitue l’abattement de droit commun⁹¹. Celui-ci est exclusivement un abattement fonction de la durée de détention puisque la seule condition pour en bénéficier est la durée de détention des titres avant leur cession : l’abattement est ainsi de 50% des gains nets ou des distributions dès lors que les titres sont détenus entre deux et huit ans à la date de la cession

⁸⁸ En matière de fiscalité des particuliers, il existe ainsi des mécanismes d’abattement concernant l’impôt sur le revenu, l’impôt sur la fortune (ISF), la taxe d’habitation, la taxe foncière, les droits de mutation, etc. Il s’agit donc d’une technique très souvent utilisée par le législateur, lui permettant de remplir des objectifs quant à eux variables : correction de situations de double imposition, politiques incitatives en faveur de tel ou tel secteur, etc.

⁸⁹ Les abattements peuvent être appliqués de deux façons : il s’agit soit d’un montant fixe, en euros, soit d’un pourcentage d’un revenu (on parle alors d’abattement proportionnel).

⁹⁰ Citons ici l’abattement de 40% énoncé par le 2° du 3 de l’article 158 du CGI sur les dividendes reçus par des personnes physiques de sociétés soumises à l’IS ou à un impôt équivalent. Les dividendes sont donc réintégrés dans la masse des revenus de capitaux mobiliers pour 60% de leur montant. Ce dispositif, qui fut instauré par la loi de finances pour 2004 (50% au départ, porté à 40% en 2006) afin de remplacer le mécanisme de l’avoir fiscal, a pour objet de venir diminuer la double imposition économique de ces dividendes (ceux-ci ayant en effet déjà été une première fois imposés à l’IS comme bénéfiques de la société distributrice).

⁹¹ Cet abattement de droit commun est énoncé au 1 ter de l’article 150-0 D du CGI.

ou de la distribution⁹² et de 65% des gains nets ou des distributions lorsque les titres ont été détenus au moins huit ans à la date de la cession ou de la distribution. La nature de la société n'est donc pas prise en compte pour en bénéficier.

L'abattement majoré qui figure au 1 quater de l'article 150-0 D du CGI pose quant à lui des conditions supplémentaires qui ne tiennent pas qu'à la durée de détention des titres. Rappelons, avant de se pencher sur ces conditions, l'avantage qu'il procure en comparaison de l'abattement de droit commun : l'abattement est ainsi de 50% lorsque les titres sont détenus entre un et moins de quatre ans avant la date de la cession, de 65% lorsqu'ils sont détenus entre quatre et moins de huit ans avant la date de la cession et enfin de 85% lorsqu'ils sont détenus depuis au moins huit ans avant la date de la cession. L'avantage est donc ici double en comparaison de l'abattement de droit commun : possibilité d'accéder plus rapidement à des abattements plus élevés plus rapidement d'une part, possibilité d'accéder à un abattement de 85% de l'autre⁹³. Ces conditions particulièrement avantageuses sont dues, comme il l'a déjà été mentionné, à la « fronde des pigeons » suite à la loi de finances pour 2013 ayant décidé de soumettre les plus-values au barème progressif de l'IR. C'est ainsi lors de son discours de clôture aux Assises de l'entrepreneuriat du 29 avril 2013 que le président de la République de l'époque, François Hollande, avait annoncé que figurerait dans la loi de finances ce double abattement droit commun/majoré en vue de compenser un passage au barème progressif défavorable aux entrepreneurs et aux Business Angels. Rappelons en effet que ces deux abattements visent les particuliers réalisant des cessions de titres. Dans cette optique là, il s'agit donc d'une mesure visant à favoriser le développement d'un important réseau de Business Angels sur le territoire français.

Si l'on en revient à l'étude de cet abattement majoré du 1 quater de l'article 150-0 D du CGI, force est de remarquer l'importance – et cela est tout aussi valable, si ce n'est plus en raison d'une durée allongée, pour l'abattement de droit commun – de la durée de détention des titres. Cela peut s'expliquer par le double objectif du législateur qui est d'une part de lutter contre les investissements purement spéculatifs et de l'autre de favoriser un investissement à long

⁹² Rappelons en effet ici que les distributions effectuées par un certain nombre de fonds de capital-risque (mentionnés dans le troisième alinéa du 1 ter de l'article 150-0 D du CGI) sont soumises au régime des plus-values de cession de titres des particuliers et à ce titre peuvent bénéficier de l'abattement de droit commun. Ce cas de figure ne s'applique toutefois que lorsque les titres détenus par les particuliers dans ces structures sont cédés avant cinq ans puisqu'il y a exonération sinon comme nous le verrons ensuite.

⁹³ Rappelons toutefois que les prélèvements sociaux, au taux de 15,5%, ne bénéficient pas de cet abattement. Cela vient réduire la portée de cet avantage qui, en matière d'IR, reste toutefois particulièrement conséquent.

terme au sein des entreprises. Ce constat fait, penchons-nous désormais sur les conditions à remplir pour qu'un investisseur particulier puisse bénéficier de cet abattement majoré. Six conditions sont ainsi à remplir, celles-ci tenant essentiellement ici à la nature de la société émettrice des titres :

- 1) Elle est créée depuis moins de dix ans et n'est pas issue d'une concentration, d'une restructuration, d'une extension ou d'une reprise d'activités préexistantes (cette condition s'appréciant à la date d'acquisition des droits cédés) ;
- 2) Elle est une petite ou moyenne entreprise au sens de l'annexe I du règlement (UE) n° 651/2014 de la Commission du 17 juin 2014 déclarant certaines catégories d'aides compatibles avec le marché intérieur en application des articles 107 et 108 du traité⁹⁴ (cette condition étant appréciée à la date de clôture du dernier exercice précédant la date d'acquisition de ces droits ou, à défaut d'exercice clos, à la date du premier exercice clos suivant la date d'acquisition de ces droits) ;
- 3) Elle n'accorde aucune garantie en capital à ses associés ou actionnaires en contrepartie de leurs souscriptions ;
- 4) Elle est passible de l'impôt sur les bénéfices ou d'un impôt équivalent ;
- 5) Elle a son siège social dans un Etat membre de l'Union européenne ou dans un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen ayant conclu avec la France une convention d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude et l'évasion fiscales ;
- 6) Elle exerce une activité commerciale, industrielle, artisanale, libérale ou agricole, à l'exception de la gestion de son propre patrimoine mobilier ou immobilier⁹⁵.

⁹⁴ Au sens communautaire, une petite ou moyenne entreprise est une entreprise employant moins de 250 salariés et réalisant soit un chiffre d'affaires annuel inférieur à 50 millions d'euros, soit un total de bilan inférieur à 43 millions d'euros. Deux remarques doivent cependant être faites ici : la première est qu'un dépassement de seuil n'y a d'effet qu'après 2 exercices consécutifs, la seconde est qu'il faut prendre en compte le caractère « autonome » ou non de la société. En effet, si la société est « liée » à une autre société (dans le sens où elle est détenue à plus de 50% par une autre entreprise), il est alors nécessaire d'additionner l'effectif, le chiffre d'affaires et le total du bilan des sociétés qui sont liées entre elles. Ce sont alors les effectifs consolidés qui seront pris en compte pour le calcul des critères d'une PME. Si la société est dite « partenaire » (dans le sens où elle est détenue entre 25% et 50% par une autre société), il faut alors additionner les différentes données en fonction des pourcentages détenus par la (les) société(s) tierce(s) pour obtenir les données exactes essentielles aux critères de la PME au sens communautaire. Pour plus d'informations sur ce point, se référer à la doctrine administrative : BOI-PAT-ISF-40-30-10-20-20161102.

⁹⁵ Il est ici précisé au deuxième alinéa du f du 1 quater de l'article 150-0 D du CGI que « Lorsque la société émettrice des droits cédés est une société holding animatrice, au sens du troisième alinéa du V de l'article 885-0 V bis, le respect des conditions mentionnées au présent 1° s'apprécie au niveau de la société émettrice et de chacune des sociétés dans laquelle elle détient des participations ».

Le troisième alinéa du f du 1 quater de l'article 150-0 D du CGI nous précise que les trois dernières conditions s'apprécient de manière continue depuis la date de création de la société. Il apparaît donc à la lecture de ces conditions que le législateur entend, par cet abattement majoré, favoriser l'investissement dans de petites entreprises (conditions de PME au sens communautaire) créées relativement récemment (dix ans, et création véritable et non juste juridique comme en atteste la première condition) et qui ont une activité économique réelle effectivement soumise à l'impôt sur les bénéfices. Aucune condition – fait qu'il est important de souligner au regard de l'objet de ce mémoire – n'est toutefois posée quant au niveau d'innovation de l'entreprise.

B. Le taux réduit

Bénéficiaire d'un taux d'imposition réduit pour la plus-value réalisée constitue le deuxième type « d'incitation à la sortie » possible. Il n'existe, en matière « d'incitation à la sortie » en faveur du capital-risque dans ce domaine que deux exemples, ceux-ci ayant déjà été évoqués succinctement dans la sous-partie concernant les plus-values professionnelles soumises à l'IS. Le premier de ces deux exemples est celui de la plus-value à long-terme au taux réduit de 15% réalisée lorsqu'une société soumise à l'IS cède certains titres de fonds communs de placement à risque ou de sociétés de capital risque détenus depuis au moins cinq ans. Le second concerne certaines distributions effectuées par ces fonds communs de placement à risque ou sociétés de capital-risque qui sont elles aussi soumises à une imposition au titre du régime des plus-values à long-terme au taux de 15%.

La portée de cette « incitation à la sortie » en faveur du capital-risque que peut constituer le taux réduit a considérablement diminué du fait de l'introduction, qui s'est faite en deux temps, de la notion de « titres de participation » dans le domaine du capital-risque. Afin d'apprécier la portée de ce changement aux conséquences complexes, il importe de se pencher sur les fonds de capital-risque en cause afin de précisément comprendre leur fonctionnement.

Il existe deux grands types de fonds de capital-risque : les fonds communs de placement d'une part et les sociétés de l'autre. S'agissant des fonds communs de placement (FCP), ceux-ci font partie avec les SICAV (société d'investissement à capital variable) des OPVCM (organismes de placement collectif de valeurs mobilières). Un FCP ne disposant pas de la personnalité morale, les valeurs en portefeuille sont détenues sous un régime de copropriété

par les clients du fonds, celui-ci étant géré par une société de gestion de portefeuilles (SGP). Le FCP détient donc pour ses porteurs de parts un ensemble de valeurs mobilières et de sommes placées à court, moyen ou long-terme. Le FCP investit – les opérations financières étant réalisées par l'équipe de gestion opérant au sein de la société de gestion de portefeuilles – au sein de sociétés et crée de la valeur par les plus-values qu'il effectue lors de la revente des parts des sociétés cibles (ou par la réception de dividendes de ces sociétés). Il rémunère ensuite les clients porteurs de parts du FCP (soit ses investisseurs) par la distribution de dividendes (ceux-ci pouvant également se rémunérer par la revente des parts du FCP qu'ils possèdent). Enfin, des frais de gestion sont dus à la SGP tandis que des parts de carried interest sont versées à l'équipe de gestion en rémunération de son action. Le fonctionnement d'un FCP peut finalement être décrit par le schéma ci-dessous :

Schéma explicatif du fonctionnement d'un fonds commun de placement :

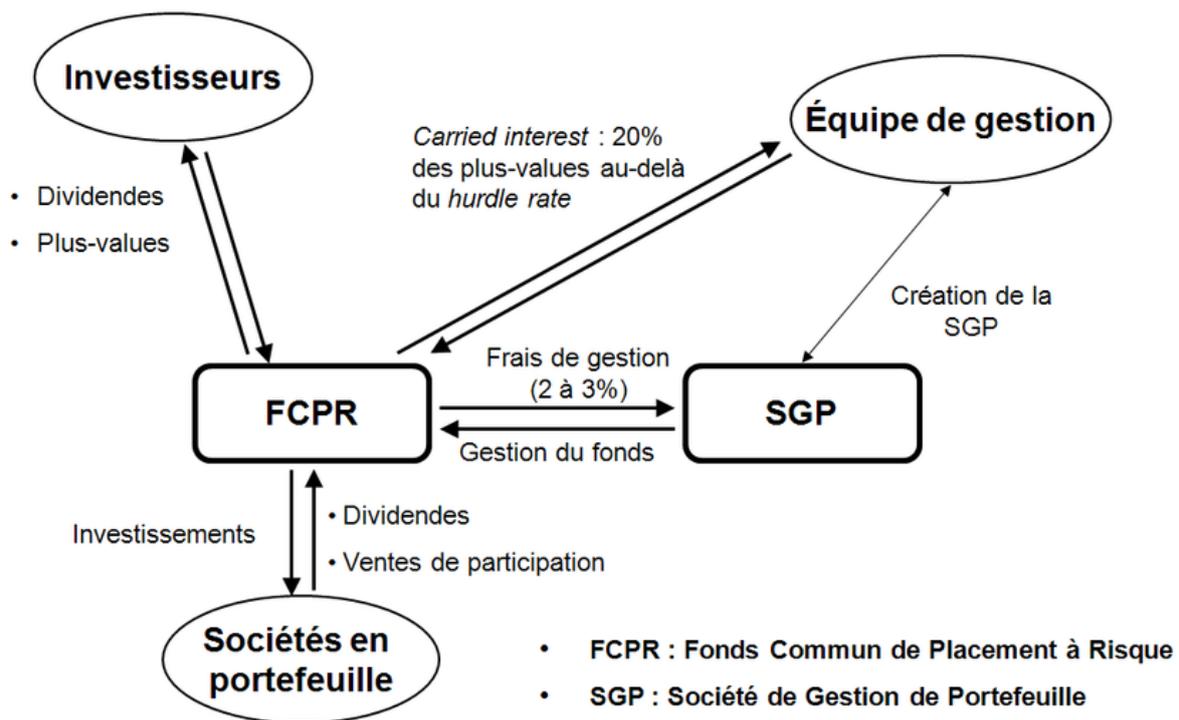


Schéma tiré de l'étude « La performance du capital-risque, entre mythe et réalité » de février 2012.

Le fonds commun de placement, et ce quelle que soit sa nature, ne dispose pas de la personnalité morale. Il n'est donc pas soumis à l'impôt sur les sociétés en raison des bénéfices qu'il réalise, l'imposition se faisant directement aux mains des investisseurs : on parle donc

d'un mécanisme de « transparence fiscale », les investisseurs étant au regard de la loi fiscale, par ce qui peut être qualifié de « fiction juridique », considérés comme les investisseurs directs au sein des sociétés dans lesquelles le FCP a en réalité lui-même investi. C'est ce qui explique pourquoi les distributions de dividendes effectuées par le FCP sont soumises au régime des plus-values : il s'agit en réalité des plus-values réalisées par le FCP et, par ce mécanisme de « transparence fiscale », il va être considéré qu'il s'agit de plus-values réalisées par l'investisseur directement. D'où cette assimilation des distributions de dividendes réalisées par le FCP à des plus-values réalisées par l'investisseur.

La problématique, une fois ce mécanisme de « transparence fiscale » évoqué, est toutefois de savoir comment vont être imposées aux mains des investisseurs les distributions de dividendes reçues et les plus-values réalisées lors de la revente de leurs parts. C'est ici que va intervenir la grande distinction entre les différents fonds communs de placement : certains, outre des avantages spécifiques s'agissant des « incitations à l'entrée » sur lesquels nous reviendrons ultérieurement, offrent en effet un régime d'imposition favorable aux investisseurs : il s'agit de tous les fonds communs de placement liés au capital-risque. Les autres fonds communs de placement, n'étant pas liés au capital-risque, n'ont pas vocation à être soutenus par la fiscalité et voient donc leurs investisseurs traités classiquement : ceux-ci seront donc imposés sur les distributions reçues et plus-values réalisées selon le régime de droit commun de l'IR s'il s'agit de particuliers (opérations soumises au barème progressif de l'IR) et selon le régime des plus-values à court terme soumises à l'IS au taux de 33,1/3 s'il s'agit de sociétés soumises à l'IS.

Parmi les fonds communs fiscalement avantageés du fait de leur implication dans le financement dans les jeunes entreprises innovantes, on trouve respectivement : les fonds communs de placement à risque (FCPR) dits « fiscaux », les fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) et les fonds d'investissement de proximité (FIP). Il importe, avant de se pencher sur les conséquences fiscales que ce régime favorable emporte pour leurs investisseurs, de se pencher sur les conditions qu'ils doivent remplir pour être qualifiés comme tels.

En ce qui concerne les FCPR dits « fiscaux », ceux-ci voient leurs conditions définies par une combinaison des articles 163 quinquies B du CGI et L214-28 du Code monétaire et financier. Ainsi, selon les dispositions du I de l'article L214-28 du Code monétaire et financier, « *l'actif*

d'un fonds commun de placement à risques doit être constitué, pour 50 % au moins, de titres associatifs, de titres participatifs ou de titres de capital de sociétés, ou donnant accès au capital de sociétés, qui ne sont pas admis aux négociations sur un marché d'instruments financiers français ou étranger ». Il faut donc que 50% des titres de sociétés détenus par le FCPR soient des titres de sociétés non cotées. Deux nuances, sur lesquelles nous reviendrons ultérieurement du fait de leur importance, sont toutefois apportées par ce même article. La première est énoncée au III de celui-ci : *« sont également éligibles au quota d'investissement prévu au I, dans la limite de 20 % de l'actif du fonds, les titres de capital, ou donnant accès au capital, admis aux négociations sur un marché mentionné au I d'un Etat membre de l'Union européenne ou d'un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen, émis par des sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 millions d'euros »*. Il est donc admis, pour le calcul de ces 50% de titres de sociétés non cotées que les titres de « petites » sociétés cotées soient inclus dans ce calcul. La deuxième nuance à la règle de principe des 50% de titres dans des sociétés non cotées est énoncée au IV du même article : *« lorsque les titres d'une société détenus par un fonds commun de placement à risques sont admis aux négociations sur un marché d'instruments financiers français ou étrangers, dont le fonctionnement est assuré par une entreprise de marché ou un prestataire de services d'investissement ou tout autre organisme similaire étranger, 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 »*. Il y a donc là aussi une limitation importante de la force de la règle initiale de détention de 50% de titres de sociétés non cotées⁹⁶. A ces conditions posées par l'article L214-28 du Code monétaire et financier, l'article 163 quinquies B en impose d'autres dans son 1 du II : *« les titres pris en compte, directement dans le quota d'investissement de 50 % doivent être émis par des sociétés ayant leur siège dans un Etat membre de l'Union européenne, ou dans un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen ayant conclu avec la France une convention d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude et l'évasion fiscales, qui exercent une activité mentionnée à l'article 34 et qui sont soumises à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun ou y seraient soumises dans les mêmes conditions si l'activité était exercée en France »*. Ces conditions

⁹⁶ Cette même nuance est apportée à la condition de détention de titres pour les FIP, les FCPI et les SCR.

peuvent être vues comme constituant une règle anti-abus afin de s'assurer de l'effectivité de l'activité des sociétés du portefeuille du FCPR⁹⁷.

S'agissant des FCPI dits « fiscaux », leurs conditions sont posées par l'article L214-30 du Code monétaire et financier. L'actif de ces fonds de placement à risque spéciaux doit, depuis le 1^{er} janvier 2014 être constitué d'au moins 70% de titres respectant les conditions qui vont être énoncées ci-dessous⁹⁸. Les titres, pour être pris en compte dans le calcul du quota considéré, doivent ainsi respecter les conditions suivantes (identiques à celles relatives aux FCPR) : 1) ne pas être admis aux négociations sur un marché réglementé français ou étranger. Par exception à ce principe, sont toutefois éligibles au quota des FCPI, dans la limite de 20 % de l'actif de ces fonds, les titres de sociétés cotées sur un marché réglementé d'un État partie à l'Espace économique européen (EEE) et dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 millions d'euros⁹⁹ ; 2) être émis par des sociétés ayant leur siège dans un État membre de l'Union européenne ou dans un autre État partie à l'accord sur l'espace économique européen ayant conclu avec la France une convention fiscale qui contient une clause d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude et l'évasion fiscales.

En revanche, la différence avec les FCPR dits « fiscaux » tient aux sociétés visées qui, pour être prises en compte dans le calcul du quota, doivent ici respecter les conditions suivantes :

- être soumises à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun ou en seraient passibles dans les mêmes conditions si l'activité était exercée en France ;
- Etre une petite et moyenne entreprise au sens de l'annexe I du règlement (UE) n° 651/2014 de la Commission du 17 juin 2014 déclarant certaines catégories d'aides compatibles avec le marché intérieur en application des articles 107 et 108 du traité ;
- avoir un capital qui n'est pas détenu majoritairement, directement ou indirectement, par une ou plusieurs personnes morales ayant des liens de dépendance avec une autre personne morale.

Les sociétés doivent en plus remplir un certain nombre d'autres conditions. Ainsi doivent-elles remplir dans un premier temps l'une des deux conditions suivantes mentionnées au c du 1 du I de l'article L214-30 du Code monétaire et financier : 1) avoir réalisé, au cours de

⁹⁷ Il peut être ici noté que ces conditions s'assurant de l'effectivité de l'activité de la société cible sont identiques à celles posées par le législateur afin de bénéficier de l'abattement majoré de l'article 150-0 D du CGI. Un même esprit d'encadrement en vue d'éviter les abus anime donc le législateur dès lors qu'il s'agit de régimes incitatifs.

⁹⁸ Il est à noter que, pour les fonds constitués avant 2014, ce seuil n'était que de 60%.

⁹⁹ La même remarque concernant les nuances apportées à la règle de principe de détention de 50% de titres de sociétés non cotées concernant les FCPR peut donc être effectuée ici aussi concernant les FCPI.

l'exercice précédent, des dépenses de recherche, définies aux a à g du II de l'article 244 quater B du CGI, représentant au moins 10 % des charges fiscalement déductibles au titre de cet exercice ; 2) être capable de démontrer qu'elle développe ou développera dans un avenir prévisible des produits, services ou procédés neufs ou substantiellement améliorés par rapport à l'état de la technique dans le secteur considéré et qui présentent un risque d'échec technologique ou industriel. Cette appréciation est effectuée pour une période de trois ans par un organisme chargé de soutenir l'innovation et désigné par décret¹⁰⁰. De même, elles doivent remplir au moment de l'investissement initial l'une des trois conditions mentionnées au d du 1 du I de ce même article : 1) n'exercer son activité sur aucun marché ; 2) exercer son activité sur un marché, quel qu'il soit, depuis moins de dix ans après sa première vente commerciale¹⁰¹ ; 3) avoir un besoin d'investissement initial en faveur du financement des risques qui, sur la base d'un plan d'entreprise établi en vue d'intégrer un nouveau marché géographique ou de produits, est supérieur à 50 % de son chiffre d'affaires annuel moyen des cinq années précédentes.

Au regard des conditions posées, il peut donc être noté que le FCPI dit « fiscal » nécessite des conditions plus rigoureuses que le FCPR dit « fiscal » de part la condition de 70% de détention de titres de PME au sens communautaire d'une part (et non simplement des sociétés non cotées) et une condition d'investissement dans des sociétés innovantes de l'autre (cette condition d'innovation de l'entreprise s'appréciant en plus par deux conditions cumulatives). Passons désormais à l'étude des conditions du dernier type de fonds communs de placement offrant des avantages fiscaux : le FPI (fonds d'investissement de proximité). Les conditions posées pour qu'un fonds commun de placement soit qualifié de FIP « fiscal » le sont à l'article L214-31 du Code monétaire et financier. Leur actif doit ainsi être constitué à 70 %¹⁰² au moins par des titres de petites et moyennes entreprises (PME) européennes¹⁰³ exerçant leur activité principalement dans une zone géographique choisie par le fonds et limitée à au plus quatre régions limitrophes¹⁰⁴. Il faut de plus que la société réalise là aussi une activité

¹⁰⁰ Cette mission était originellement assurée par l'ANVAR (Agence Nationale de Valorisation de la Recherche) et l'est aujourd'hui par la Banque Publique d'Investissement (BPIFrance).

¹⁰¹ Cette appréciation se fait par l'organisme BPI France nous précise l'article.

¹⁰² Condition de 70% pour les fonds constitués à partir du 1^{er} janvier 2014. Pour les fonds créés antérieurement, la condition était de 60% seulement de titres détenus dans les sociétés visées par l'article.

¹⁰³ Cette condition d'être une petite ou moyenne entreprise au sens de l'annexe I du règlement (UE) n° 651/2014 de la Commission du 17 juin 2014 déclarant certaines catégories d'aides compatibles avec le marché intérieur en application des articles 107 et 108 du traité s'apprécie au moment de l'investissement initial par le fonds nous précise le 2 du I de l'article L214-31 du Code monétaire et financier.

¹⁰⁴ Dans la version de l'article antérieure au 30 décembre 2011, le maximum toléré était de trois régions limitrophes. Il est de plus à rajouter que, selon le IV de cet article, l'actif du fonds ne peut être constitué à plus de

effective, ait son siège dans un Etat membre de l'Union européenne ou dans un autre Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen ayant conclu avec la France une convention d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude et l'évasion fiscales et qu'elle soit soumise à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun ou à un impôt équivalent.

Tels sont donc les différents fonds communs de placement offrant les « avantages fiscaux à la sortie » qui nous intéressent ici. Avant de se pencher sur ces avantages, il est toutefois important de procéder à la description de l'autre famille de fonds de capital-risque qui offre là aussi des avantages similaires : les sociétés de capital-risque et leurs dérivées. Les sociétés de capital-risque (SCR) dites « fiscales » sont, selon l'article 1-1 de la loi n° 85-695 du 11 juillet 1985 dernièrement modifié par l'article 59 de la loi n°2011-1978 du 28 décembre 2011, « *des sociétés dont l'actif comprend exclusivement des valeurs mobilières françaises ou étrangères, négociées ou non sur un marché réglementé, des droits sociaux, des avances en compte courant, d'autres droits financiers et des liquidités* ». Elles doivent satisfaire un quota d'investissement de 50 % de titres non admis aux négociations sur un marché réglementé avec les mêmes nuances fixées à cette règle que pour les fonds communs de placement évoqués précédemment. A la différence des FCP, les sociétés de capital-risque ont toutefois la personnalité morale et, à ce titre, devraient être soumises à l'IS au taux de droit commun au titre de leurs bénéficiaires. Il est cependant intéressant de relever que le 3^e septies de l'article 208 du CGI dispose que sont exonérées de l'impôt « *les sociétés de capital-risque qui fonctionnent dans les conditions prévues à l'article 1er-1 de la loi n° 85-695 du 11 juillet 1985, sur les produits et plus-values nets provenant de leur portefeuille autres que ceux afférents aux titres rémunérant l'apport de leurs activités qui ne relèvent pas de leur objet social ainsi que, pour les sociétés de capital-risque mentionnées à la deuxième phrase du 1^o de l'article 1er-1 précité, sur les prestations de services accessoires qu'elles réalisent* ». Il résulte de ces dispositions qu'une SCR dite « fiscale » est totalement exonérée de l'impôt sur les sociétés¹⁰⁵. On voit donc une volonté de la part du législateur d'empêcher qu'il existe pour des investisseurs un biais entre FCPR dit « fiscal » et SCR dite « fiscale » : ces deux véhicules juridiques d'investissement dans le capital-risque n'étant en effet – et pour des raisons

50 % de titres financiers et parts de société exerçant leurs activités principalement dans des établissements situés dans une même région ou ayant établi leur siège social dans cette région. Il s'agit ainsi d'une règle obligeant ces fonds à diversifier leurs investissements dans plusieurs régions en vue de dynamiser plusieurs pans du territoire français.

¹⁰⁵ BOI-IS-CHAMP-30-50-20-20130429

différentes (exonération dans un cas, absence de personnalité morale dans l'autre) – pas soumis à l'IS.

Enfin, pour que cette description des différents fonds de capital-risque existant dans le droit positif français actuel soit exhaustive, il nous faut simplement relever que la société de libre-partenariat (SLP), nouvellement créée par l'article 145 de la loi n°2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques, voit son régime fiscal adossé à celui des fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI) selon l'article 1655 sexies A du CGI. Celui-ci dispose ainsi que *« pour l'imposition de leurs bénéficiaires et celle de leurs associés, les sociétés de libre partenariat mentionnées à l'article L. 214-154 du code monétaire et financier sont assimilées à un fonds professionnel de capital investissement constitué sous la forme d'un fonds commun de placement pour l'application du présent code et de ses annexes et elles sont soumises aux mêmes obligations déclaratives que ces fonds »*. Néanmoins, aucune condition de détention de titres de sociétés non cotées n'est ici requise s'agissant de ces SLP par l'article L214-154 du Code monétaire et financier¹⁰⁶.

Si l'on en revient désormais à notre problématique – qui, rappelons-le, ne concerne ici que les investisseurs soumis à l'IS des fonds de capital-risque dits « fiscaux » et non les investisseurs personnes physiques - des « avantages fiscaux à la sortie » distincts selon que la notion de titres de participation s'applique ou non, penchons-nous sur les deux éventualités, en opérant en plus la distinction selon qu'il y ait distributions de la parts du fonds ou cession des parts du fonds par l'investisseur soumis à l'IS. Tout en précisant que le régime fiscal applicable aux investisseurs personnes morales de ces fonds est identique quel que soit le type de fonds dès lors que celui-ci fait partie de l'un des fonds dits « fiscaux » venant d'être précédemment décrits. Si l'on commence ainsi par s'intéresser aux distributions effectuées par ces fonds dits « fiscaux » en faveur de leurs investisseurs soumis à l'IS, il apparaît qu'il faille que deux conditions soient remplies au niveau des titres détenus par le fonds au sein de la société figurant dans son portefeuille pour que les distributions afférentes aux PV résultant de ces titres ouvrent droit au régime du long terme qui, en application du 1 du a sexies du I de l'article 219 du CGI, permet alors une exonération de ces distributions pour les investisseurs

¹⁰⁶ Les biens dans lesquels cette société peut investir doit en effet seulement satisfaire à la règle selon laquelle il *« fait l'objet d'une valorisation fiable sous forme d'un prix calculé de façon précise et établi régulièrement, qui est soit un prix de marché, soit un prix fourni par un système de valorisation permettant de déterminer la valeur à laquelle l'actif pourrait être échangé entre des parties avisées et contractant en connaissance de cause dans le cadre d'une transaction effectuée dans des conditions normales de concurrence »*.

soumis à l'IS les recevant. Ces deux conditions pour bénéficier de cette qualification de « titres de participation » sont les suivantes : 1) « *les titres ouvrant droit au régime de faveur doivent représenter 5 % au moins du capital de la société émettrice. Ce seuil de détention, qui doit être satisfait pendant une période de deux ans, est le même que celui requis pour l'application du régime mère-fille¹⁰⁷* » ; 2) « *pour ouvrir droit au régime d'exonération, les titres éligibles doivent avoir été détenus pendant deux ans au moins par le fonds avant qu'il ne soit procédé à la répartition de la plus-value résultant de leur cession. Ce délai s'apprécie à la date de la cession¹⁰⁸* ». Il est à rajouter que l'exonération est ici totale puisqu'il n'y a pas de réintégration d'une QPFC de 12% comme c'est normalement le cas dès lors qu'il y a exonération de la plus-value réalisée sur des titres de participation. L'avantage est donc particulièrement conséquent pour les investisseurs soumis à l'IS. En revanche, si l'une des deux conditions venant d'être évoquées n'est pas remplie, alors les distributions relatives à la plus-value réalisée sur ces titres seront imposées au taux réduit de 15% aux mains des investisseurs soumis à l'IS. C'est donc dans ce cas là seulement que la méthode de « l'incitation à la sortie » par le taux réduit mise en place par le législateur trouvera à s'appliquer dans le domaine du capital-risque.

Deux remarques semblent importantes à effectuer avant de se pencher sur le traitement fiscal des cessions de parts réalisées par les investisseurs du fonds soumis à l'IS. La première tient au fait que ces deux régimes de faveur des distributions reçues que sont l'exonération d'une part et le taux réduit à 15% de l'autre ne tiennent que lorsque les distributions proviennent de plus-values effectuées par le fonds. La doctrine administrative précise bien ainsi que « *les distributions des revenus des actifs détenus par le fonds tels que les dividendes ou les intérêts qu'il a perçus demeurent soumis à l'impôt au taux de droit commun au titre de l'exercice au cours duquel ils sont répartis entre les porteurs de parts* ». Le législateur entend donc ici inciter – dès lors que l'on considère que les fonds ont un intérêt à voir leurs investisseurs mieux traités fiscalement pour des questions paraissant évidentes d'attractivité – les fonds de capital-risque à se rémunérer de manière prépondérante par des plus-values de cession des titres et non par la réception de dividendes des sociétés de leurs portefeuilles.

¹⁰⁷ BOI-IS-BASE-20-20-30-10-20130311.

¹⁰⁸ BOI-IS-BASE-20-20-30-10-20130311. Il est de plus à noter que, d'après le a sexies du I de l'article 219 du CGI, sont exclues du régime d'exonération les distributions résultant de cession de titres de sociétés établies dans un Etat ou territoire non coopératif.

La deuxième remarque tient au fait que le législateur a également pris en compte les cas où les fonds de capital-risque investissent par l'intermédiaire d'autres fonds de capital-risque. Ainsi, lorsque cet investissement intermédié se fait via les fonds de capital-risque dits « fiscaux » évoqués précédemment¹⁰⁹, il est alors tenu compte, pour l'application du régime des plus-values à long terme applicable aux distributions des fonds initiaux (qui doivent être « fiscaux », bien évidemment), des sommes reçues par ces fonds intermédiaires. La différence tient toutefois au fait que seront ainsi incluses dans le régime des plus-values à long-terme aux mains des investisseurs soumis à l'IS les sommes distribuées par les fonds intermédiaires quelle que soit l'origine de ceux-ci (il peut donc s'agir de sommes provenant de dividendes ou intérêts et non forcément de plus-values de cession de titres). Cette approche plus souple de l'investissement intermédié vient donc nuancer l'incitation très forte du législateur à ce que les fonds de capital-risque se rémunèrent de manière prépondérante par des plus-values lors de la cession des titres des sociétés de leurs portefeuilles.

S'agissant désormais des plus-values réalisées lors de la cession de leurs parts du fonds par les investisseurs de celui-ci soumis à l'IS, il va là aussi être opérée la distinction, fondée sur le mécanisme de « transparence fiscale » édicté ici au 2 du a sexies du I de l'article 219 du CGI, selon que la plus-value réalisée corresponde à l'actif du fonds de capital-risque (il faut là aussi qu'il s'agisse d'un des fonds dits « fiscaux ») représenté par des titres de participation ou non. Ainsi, ces plus-values seront ainsi exonérées à hauteur de l'actif du FCPR représenté par des titres de participation tandis que la fraction excédentaire de la plus-value à long terme sera taxée au taux de 15 %. Pour le calcul du rapport appliqué au montant total de la plus-value à long terme, il convient de retenir au numérateur la valeur des titres de participation (qui sont les actions ou parts de sociétés détenues directement pendant deux ans au moins par le fonds, à condition que ce fonds ait détenu directement au moins 5 % du capital de la société émettrice pendant deux ans)¹¹⁰ et au dénominateur la valeur totale des actifs du fonds. Rappelons qu'en plus de cela, l'investisseur soumis à l'IS devra avoir détenu les titres depuis au moins cinq ans. S'il cède ses parts avant, il sera alors soumis à l'IS au taux normal (régime

¹⁰⁹ La doctrine administrative précise toutefois que pour l'application de ce nouveau mécanisme de « transparence fiscale » les fonds communs de placement à risque (FCPR) peuvent ne pas répondre aux conditions posées par le II de l'article 163 quinquies B du CGI et donc ne pas être des FCPR dits « fiscaux ». BOI-IS-BASE-20-20-30-10-20130311.

¹¹⁰ Il est précisé par la doctrine administrative que « ce seuil peut être atteint grâce aux titres détenus par d'autres FCPR ou sociétés de capital-risque (SCR) ayant agi de concert ». BOI-IS-BASE-20-20-30-10-20130311.

des PV professionnelles à court-terme pour les sociétés soumises à l'IS) sur la PV qu'il aura réalisée.

Ainsi peut-on, en guise de conclusion à cette sous-partie sur le taux réduit comme méthode « d'incitation à la sortie », constater que cette méthode a considérablement perdu en importance dès lors qu'il a été décidé, à compter du 1^{er} janvier 2007, d'exonérer totalement (pas de réintégration de la QPFC de 12%) les distributions opérées par les fonds dits « fiscaux » et les cessions de parts de ces fonds réalisées par des investisseurs soumis à l'IS afférentes aux titres de participation détenus par le fonds au sein des sociétés de son portefeuille. Rappelons qu'entre le 1^{er} janvier 2006 et le 1^{er} janvier 2007, il n'y avait pas d'exonération mais bien une imposition dans ces cas spécifiques au taux de 8%. Cette décision du législateur d'exonérer ces opérations en se fondant sur la notion de « titres de participation », a donc considérablement fait perdre l'attrait de ce régime de plus-values à long-terme au taux réduit de 15%. Nous reviendrons toutefois ultérieurement sur l'examen critique de ces dispositifs d'exception au regard des besoins des jeunes entreprises innovantes tout comme des fonds de capital-risque. Il ne s'agit en effet ici que d'une présentation de ces mécanismes dérogatoires au régime général des plus-values de cession de titres. A ce titre, nous allons désormais nous pencher, relativement succinctement puisqu'il a déjà été en bonne partie traité ici, sur le troisième type de régime dérogatoire possible : l'exonération.

C. L'exonération

Un régime d'exonération de la plus-value de cession de titres réalisée est « l'incitation à la sortie » la plus favorable possible offerte par le législateur. S'agissant des régimes d'exonération mis en place en faveur du développement du capital-risque en France, il n'en existe plus que trois dans le droit positif français actuel. La première a déjà été évoquée dans la sous-partie précédente : il s'agit de l'exonération pour les investisseurs soumis à l'IS des fonds de capital-risque dits « fiscaux » des distributions reçues par ces fonds ainsi que des cessions de parts de ces fonds en proportion des titres de participation détenus par ces fonds au sein des sociétés de leurs portefeuilles de titres. La deuxième concerne les investisseurs personnes physiques de ces fonds dits « fiscaux » qui peuvent eux aussi voir leurs gains exonérés lorsqu'un certain nombre de conditions – distinctes de celles des investisseurs soumis à l'IS – sont remplies.

S'agissant de ce deuxième type d'exonération, il s'agit de faire la distinction selon que le fonds en cause est un FCP dit « fiscal » (FCPR, FCPI, FIP) ou une SCR dite « fiscale »¹¹¹. S'il s'agit d'un FCP dit « fiscal », l'exonération est permise par la combinaison des articles 163 B quinquies, I et II et 150-0 A, III du CGI. Ainsi, Les personnes physiques résidentes qui souscrivent des parts de FCPR et FCPI « fiscaux » ou de FCPI bénéficient d'un régime fiscal favorable qui consiste en une exonération d'impôt sur le revenu des sommes ou valeurs distribuées et des gains de cession ou d'opérations assimilées se rapportant à ces parts, sous réserve du respect des deux conditions cumulatives suivantes :

- le porteur de parts s'engage à conserver les parts souscrites pendant cinq ans et à réinvestir dans le fonds les sommes distribuées par ce dernier au cours de cette période ;
- le porteur de parts ne doit pas détenir, seul ou avec son conjoint et leurs ascendants et descendants directement ou indirectement, plus de 25 % des droits dans les bénéficiaires de sociétés dont les titres figurent à l'actif du fonds ou avoir détenu ce montant à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la souscription des parts du fonds ou l'apport des titres.

Dès lors qu'il y a donc respect effectif de leurs engagements pris, les investisseurs personnes physiques de ces fonds de capital-risque dits « fiscaux » bénéficieront d'une exonération d'impôt sur le revenu au titre des distributions reçues par ces fonds (article 163 quinquies B, I et II du CGI) et d'une exonération d'IR des plus-values réalisées à l'occasion de la cession ou du rachat des parts (article 150-0 A, III-1 du CGI). En revanche, les distributions et gains considérés restent soumis aux prélèvements sociaux conformément au 8° du II de l'article L. 136-7 du code de la sécurité sociale (CSS). Il peut ainsi être noté qu'il n'y a donc ici aucune condition relative à la nature des titres des sociétés de son portefeuille que le fonds détient : la condition de détention deux ans relative aux titres de participation ne s'applique ainsi pas ici. La détention s'apprécie donc, en ce qui concerne les distributions reçues¹¹², non plus au regard des titres détenus par le fonds mais seulement au niveau des titres du fonds détenus par son investisseur personne physique : c'est là la principale différence entre ces deux régimes.

¹¹¹ Rappelons en effet que le régime relatif aux investisseurs ne peut être strictement identique (il peut l'être au niveau de ses conséquences, mais pas au niveau des moyens pour, par exemple, parvenir à l'exonération des gains pour les porteurs de parts personnes physiques) du fait que les FCP et les SCR n'ont pas la même nature juridique : seules les SCR – puisqu'il s'agit de sociétés – ont la personnalité morale.

¹¹² En matière de PV réalisées lors de la cession des parts du fonds s'agissant des investisseurs soumis à l'IS en effet, la condition de détention durant cinq ans des titres pour bénéficier du régime d'exonération s'applique là aussi.

S'il y a investissement pour une personne physique par l'intermédiaire d'une SCR dite « fiscale », alors les distributions prélevées sur des plus-values nettes de cession de titres réalisées par les SCR dites « fiscales »¹¹³ sont exonérées d'impôt sur le revenu lorsque les conditions prévues au 2 du II de l'article 163 quinquies C du CGI sont remplies. Les conditions fixées par cet article sont identiques à celles venant d'être évoquées en ce qui concerne les FCP dits « fiscaux »¹¹⁴. S'agissant des gains de cession d'actions de SCR dites « fiscales » réalisés par des personnes physiques, le régime est là aussi identique à celui prévu lors de cession d'actions de FCP dits « fiscaux » : la plus-value est exonérée d'impôt sur le revenu si la cession intervient après la période de conservation de cinq ans (CGI, art. 150-0 A, III-1 bis) et si le contribuable a respecté les engagements fixés au II de l'article 163 quinquies C du CGI.

Cette volonté de ne pas créer de biais d'investissement pour les investisseurs personnes physiques selon qu'ils investissent dans une SCR dite « fiscale » ou un FCP dit « fiscal » qui vient d'être décrite (en ce que leurs traitements fiscaux sont strictement identiques, et ce malgré la nature juridique distincte de ces deux catégories de fonds) se retrouve dans le troisième type d'exonération qui s'applique en faveur du capital-risque. Ainsi, comme il l'avait déjà été décrit dans la sous-partie précédente, le législateur a entendu traiter les FCP dits « fiscaux » et les SCR dites « fiscales » de la même manière : puisque les FCP – du fait de leur absence de personnalité morale – ne sont pas soumis à l'IS, le législateur a prévu que les SCR dites « fiscales » ne le soient pas non plus sur les bénéfices qu'elles effectuent¹¹⁵. Il s'agit donc là aussi d'un régime de faveur dérogatoire au droit commun en faveur du capital-risque.

Enfin, deux derniers points paraissent importants à évoquer pour conclure cette sous-partie relative à l'exonération. Le premier consiste à rappeler qu'il a existé, du 1^{er} décembre 2004 au

¹¹³ Soit celles qui remplissent les conditions prévues à l'article 1-1 de la loi n° 85-695 du 11 juillet 1985.

¹¹⁴ Deux conditions cumulatives : 1) le porteur de parts s'engage à conserver les parts souscrites pendant cinq ans et à réinvestir dans le fonds les sommes distribuées par ce dernier au cours de cette période ; 2) le porteur de parts ne doit pas détenir, seul ou avec son conjoint et leurs ascendants et descendants directement ou indirectement, plus de 25 % des droits dans les bénéfices de sociétés dont les titres figurent à l'actif du fonds ou avoir détenu ce montant à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la souscription des parts du fonds ou l'apport des titres.

¹¹⁵ Ces bénéfices provenant des plus-values que ces SCR réalisent en achetant puis revendant les titres de leur portefeuille. C'est en cela qu'on peut là aussi parler « d'incitation à la sortie » en ce qu'il s'agit là aussi d'une exonération sur des plus-values réalisées.

31 décembre 2013, une exonération énoncée par le 7° du III de l'article 150-0 A du CGI. Sur option, celle-ci concernait la cession directe de titres de sociétés qui bénéficiaient du statut de jeune entreprise innovante réalisant des projets de recherche et de développement défini à l'article 44 sexies-0 A. Avant de se pencher sur les conditions posées par cet article 44 sexies-0 A du CGI, rappelons qu'un certain nombre de conditions, posées par le 7° du III de l'article 150-0 A du CGI, était requises du point de vue de l'investisseur cessionnaire : 1) conservation des titres pendant une période d'au moins trois ans au cours de laquelle la société a effectivement bénéficié du statut de jeune entreprise innovante ; 2) le cédant, son conjoint et leurs ascendants et descendants n'ont pas détenu ensemble, directement ou indirectement, plus de 25 % des droits dans les bénéfices de la société et des droits de vote depuis la souscription des titres cédés¹¹⁶.

S'agissant des conditions posées par l'article 44 sexies-0 A du CGI, relatif au statut de jeune entreprise innovante, nous reviendrons dessus ultérieurement en ce qu'il s'agit à notre sens d'un intéressant exemple de la manière dont le législateur appréhende juridiquement l'innovation. Sans être exhaustif, cet article énonce notamment que la société doit être une PME au sens communautaire, qu'elle doit avoir été créée depuis moins de huit ans ou encore qu'elle doit avoir effectué des dépenses de recherche représentant au moins 15% de ses charges fiscalement déductibles au titre de cet exercice. Cette exonération, qui ne bénéficiait qu'aux investisseurs personnes physiques ayant directement investi dans ces jeunes entreprises innovantes, a toutefois été abrogée par la loi de finances pour 2014¹¹⁷.

Le second point, sur lequel nous concluons cette sous-partie, consiste à rappeler qu'il a également existé une autre exonération sur les plus-values réalisées au sein de l'article 150-0 A. Celle-ci était en revanche générale en instaurant un seuil (en euros, fixé chaque année par le législateur) en-dessous duquel les plus-values réalisées par les particuliers étaient exonérées d'impôt sur le revenu. Exonération énoncée au 1 du I de cet article, elle s'est progressivement

¹¹⁶ Il est intéressant de noter que l'on retrouve ici des conditions relativement similaires (seule la durée de détention change : on est ici à trois ans au lieu de cinq) à celles requises pour l'exonération des distributions des fonds de capital-risque en faveur de leurs investisseurs personnes physiques (ainsi que la cession de parts de ces fonds par ces mêmes investisseurs personnes physiques) : il existe donc pour le législateur une même façon d'aborder l'exonération du point de vue de l'investisseur, celle-ci dépendant essentiellement de la durée de détention des titres par celui-ci (l'autre condition pouvant être assimilée à une règle anti-abus).

¹¹⁷ Ce point est intéressant à soulever en ce que l'un des objectifs de cette loi de finances 2014 annoncé par le gouvernement de l'époque était justement de compenser le passage au barème progressif de l'IR des plus-values de cession de titres réalisées par des particuliers. C'est dans cet esprit qu'a ainsi été institué par cette loi de finances pour 2014 l'abattement majoré figurant au 1 quater A de l'article 150-0 D du CGI. Il peut donc être jugé paradoxal que l'exonération du 7° du III de l'article 150-0 A du CGI, expressément favorable aux Business Angels (investisseurs particuliers réalisant des investissements à leur compte au sein de jeunes entreprises innovantes), ait été supprimée par cette même loi de finances.

élevée au fil des ans jusqu'à atteindre un seuil de 25'830 euros pour l'année 2010. Elle a toutefois été supprimée par la loi de finances pour 2011, dans le contexte des difficultés budgétaires de l'époque. Celle-ci eut été à coup sûr intéressante aujourd'hui dans le cadre du financement des jeunes entreprises innovantes en ce qu'elle aurait probablement incité à un développement plus conséquent encore du financement par la Love Money (petites sommes investies au lancement de la start-up par les proches de l'entrepreneur).

D. Le report

Pouvant également être qualifié de « sursis d'imposition », il s'agit ici d'une « incitation à la sortie » différente des trois citées précédemment en ce qu'elle ne consiste pas à diminuer (voire supprimer totalement) l'imposition de la plus-value réalisée à l'occasion de la cession des titres par l'investisseur mais à la reporter si le montant de cette plus-value est réinvesti en respectant certaines conditions.

Il n'existe en droit français qu'un seul mécanisme de report d'imposition proprement dit¹¹⁸ : celui-ci, intitulé « Compte PME Innovation », a été institué par l'article 31 de la loi de finances rectificatives pour 2016 du 29 décembre 2016. Issu de l'idée du « Compte Entrepreneur Investisseur »¹¹⁹, il s'agit d'un dispositif ayant été spécialement créé en faveur des Business Angels en vue de soutenir le financement dans les jeunes entreprises innovantes. Il est toutefois intéressant de rappeler qu'il existait dans le droit français un dispositif en certains points similaire à celui nouvellement instauré, dispositif ayant été en vigueur jusqu'au 31 décembre 2005, date il a été abrogé par l'article 29 de la loi de finances rectificatives pour 2005 du 30 décembre 2005. Il sera ainsi dans un premier temps étudié le report anciennement prévu par l'article 150-0 C du CGI avant que ne soit observé, et cela dans une perspective comparatiste avec le premier report décrit afin d'en apprécier les différences, celui institué par la LFR pour 2016.

1) Le report prévu anciennement prévu au 1 du I de l'article 150-0 C du CGI

¹¹⁸ Ne sont en effet pas pris ici en compte les mécanismes de report d'imposition de la plus-value réalisée à l'occasion d'opérations d'apport-cession tels que celui prévu par l'article 150-0 B ter du CGI. Il ne s'agit en effet pas ici du même mécanisme puisque ce qui nous intéresse ne concerne pas les cas où l'investisseur apporte des titres mais ceux où une somme d'argent est apportée à la société en cause.

¹¹⁹ Dispositif annoncé par le Premier Ministre de l'époque, Manuel Valls, en février 2016 à l'occasion du Salon des Entrepreneurs. Il est à noter que ce dispositif devait à l'origine faire partie de la loi sur les Nouvelles Opportunités Economiques (loi NOE) qui, du fait d'arbitrages politiques, n'a finalement jamais vu le jour.

L'article 92 B decies du CGI et le II de l'article 160 du CGI, issus de l'article 79 de la loi n° 97-1269 du 30 décembre 1997 de finances pour 1998, permettaient à certains salariés et dirigeants de sociétés de reporter l'imposition des plus-values de cession de valeurs mobilières ou de droits sociaux réalisées du 1^{er} janvier 1998 au 31 décembre 1999, lorsque le produit de la vente était réinvesti au plus tard le 31 décembre de l'année qui suivait celle de la cession dans la souscription au capital initial ou dans une augmentation de capital en numéraire d'une société non cotée nouvellement créée. Dans ce cas, l'imposition de la plus-value était reportée au moment où s'opérait la transmission, le rachat, ou l'annulation des titres reçus en contrepartie de l'apport. Ce régime de report d'imposition été transféré sous l'article 150-0 C du CGI et pérennisé par le I de l'article 18 de la loi n° 99-1172 du 30 décembre 1999 de finances pour 2000 avant de finalement être abrogé par la loi de finances rectificatives pour 2005.

Si l'on se penche plus précisément sur le mécanisme de ce report, le 1 du I de l'article 150-0 C du CGI énonçait ainsi que *« l'imposition de la plus-value retirée de la cession de titres mentionnés au I de l'article 150-0 A du CGI peut, si le produit de la cession est investi, avant le 31 décembre de l'année qui suit celle de la cession, dans la souscription en numéraire au capital de société dont les titres, à la date de la souscription, ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé, être reportée au moment où s'opérera la transmission, le rachat ou l'annulation des titres reçus en contrepartie de cet apport »*. Le second alinéa de ce premier paragraphe de l'article précisait que ce report se faisait sur la demande du contribuable. Les deux conditions énoncées dans ce 1. concernant le réinvestissement étaient donc qu'il devait être effectué dans une société non cotée d'une part, et avant la fin de l'année suivant celle de la cession de l'autre.

Tout un ensemble de conditions était ensuite posé au 2 et 3 du I de cet article, celles-ci révélant notamment les personnes visées par ce report. Ainsi peut-on lire au a) du 3 du I que *« au cours des trois années précédant la cession ou depuis la création de la société dont les titres sont cédés si elle est créée depuis moins de trois années, le cédant doit avoir été salarié de ladite société ou y avoir exercé l'une des fonctions énumérées au 1° de l'article 885 O bis »*. Le 1° de l'article 885 O bis du CGI énonce que les fonctions visées sont les suivantes *« être, soit gérant nommé conformément aux statuts d'une société à responsabilité limitée ou en commandite par actions, soit associé en nom d'une société de personnes, soit président,*

directeur général, président du conseil de surveillance ou membre du directoire d'une société par actions ». Il s'agissait donc d'un report prévu non pas pour des investisseurs classiques ne souhaitant qu'opérer une plus-value à la revente des titres de la société suite à leur investissement mais bien pour des personnes ayant effectivement travaillé dans ladite société¹²⁰. A ce titre, ce dispositif pouvait être dans son esprit rattaché aux différents régimes favorisant les entrepreneurs¹²¹ quant à la cession de leur entreprise, et non à ceux visant à favoriser les investisseurs purement financiers. Parmi les autres importantes conditions posées, s'y trouvaient le fait que « *le capital de la société bénéficiaire de l'apport doit être détenu de manière continue pour 75 % au moins par des personnes physiques ou des personnes morales détenues par des personnes physiques* », que « *le report d'imposition est subordonné à la condition qu'à la date de la cession les droits détenus directement par les membres du foyer fiscal du cédant excèdent 5 % des bénéfices sociaux de la société dont les titres sont cédés* », que « *la société bénéficiaire de l'apport ne doit pas avoir été créée dans le cadre d'une concentration, d'une restructuration, d'une extension ou d'une reprise d'activités préexistantes* » ou encore que « *le produit de la cession doit être investi dans la souscription en numéraire au capital initial ou dans l'augmentation de capital en numéraire d'une société créée depuis moins de quinze ans à la date de l'apport* ».

A l'observation de ces conditions (création depuis moins de quinze ans de la société bénéficiaire de l'apport, aucune condition d'innovation), il peut donc être relevé qu'il ne s'agissait pas d'un régime visant à favoriser spécifiquement l'investissement dans des jeunes entreprises innovantes. Ce régime de faveur pouvait plutôt être prévu comme un mécanisme visant – en s'appuyant sur les dirigeants souhaitant céder les titres de leur société – à favoriser de manière générale l'investissement dans des sociétés non cotées et ce quelle que soit la nature de celles-ci (TPE, PME et ETI classiques d'une part, jeunes entreprises innovantes de l'autre). Nous allons maintenant voir que le nouveau dispositif de report mis en place par la loi de finances pour 2016 en est un prolongement en faveur, cette fois, des jeunes entreprises innovantes.

¹²⁰ Ceci était d'autant plus vrai que le second alinéa du 1° de cet article 885 O bis énonçait que « *les fonctions mentionnées au premier alinéa du présent 1° doivent être effectivement exercées et donner lieu à une rémunération normale (...). Cette rémunération doit représenter plus de la moitié des revenus à raison desquels l'intéressé est soumis à l'impôt sur le revenu dans les mêmes catégories, à l'exclusion des revenus non professionnels* ».

¹²¹ Peuvent ici être cités le mécanisme d'exonération de la plus-value réalisée à l'occasion de la cession d'une entreprise à faible valeur énoncé par l'article 238 quinquies du CGI ou encore celui favorisant le départ d'un dirigeant à la retraite visé par l'article 151 septies A du CGI.

2) Le report mis en place par le compte PME Innovation

Institué par l'article 31 de la loi de finances rectificatives pour 2016, ce dispositif – codifié aux articles L.221-32-4 à L.221-32-7 du Code monétaire et financier et à l'article 150-0 B quinquies du CGI a pour objectif d'inciter des entrepreneurs qui cèdent leurs titres à réinvestir le produit de la vente dans des PME innovantes grâce à l'octroi d'un report d'imposition de la plus-value de cession en matière d'IR jusqu'à la sortie des actifs dudit compte. Selon les dispositions de l'article L.221-32-4 du Code monétaire et financier, le CPI est un compte personnel qui ne peut être ouvert que par des contribuables fiscalement domiciliés en France. Fonctionnant sur un modèle similaire au PEA¹²² avec l'ouverture d'un compte-titres et d'un compte-espèce associé, il n'est toutefois quant à lui pas plafonné.

A l'étude des conditions pour bénéficier de ce régime de sursis, énoncées par l'article L.221-32-5 du Code monétaire et financier, il apparaît qu'un certain nombre en ont été empruntées à l'ancien report d'imposition prévu par l'article 150-0 C du CGI. Ainsi, le 2° de l'article L.221-32-5 du Code monétaire et financier énonce que le titulaire du compte PME innovation doit remplir l'une des quatre conditions suivantes :

- 1) *« Il détient ou a détenu à un moment quelconque depuis la création de la société mentionnée au 1° du présent I, avec son conjoint ou le partenaire lié à lui par un pacte civil de solidarité et leurs ascendants et descendants, au moins 25 % des droits de vote ou des droits dans les bénéfices sociaux de cette société » ;*
- 2) *« Il a exercé au sein de la société mentionnée au 1° du présent I pendant au moins vingt-quatre mois ou, si celle-ci est créée depuis moins de vingt-quatre mois, depuis sa création l'une des fonctions mentionnées au premier alinéa du 1° de l'article 885 O bis du code général des impôts, dans les conditions mentionnées au second alinéa de ce même 1°¹²³ et détient ou a détenu à un moment quelconque depuis la création de la*

¹²² Plan d'Épargne-Actions. Il en existe aujourd'hui deux types : le PEA-Bancaire (ou PEA classique) et le PEA-PME. Permettant un régime d'imposition des plus-values réalisées dans son cadre favorable en fonction de la durée de détention des titres (voir l'article 163 quinquies D du CGI), les montants y sont néanmoins plafonnés : 150'000 euros pour le PEA-Bancaire et 75'000 pour le PEA-PME. L'intérêt de ce dispositif réside dans le fait qu'il combine trois des quatre régimes dérogatoires au régime général des PV de cession de titres : le report de l'imposition jusqu'aux retraits des sommes y figurant, des taux réduits fonction ici de la durée de détention des titres dans le PEA (avant 2 ans, taux de 22,50% et entre 2 et 5 ans : taux de 19%) et enfin une exonération là aussi fonction de la durée de détention (à partir de 5 ans).

¹²³ Rappelons que ces conditions mentionnées au second alinéa du 1° de l'article 885 O bis du CGI sont les suivantes : les fonctions doivent avoir été effectivement exercées et avoir donné lieu à une rémunération normale d'une part, cette rémunération doit représenter plus de la moitié des revenus professionnels du contribuable de l'autre.

société, avec son conjoint ou le partenaire lié à lui par un pacte civil de solidarité et leurs ascendants et descendants, au moins 5 % des droits de vote ou des droits dans les bénéfices sociaux de cette société »

- 3) *« Il a exercé au sein de la société mentionnée au 1° du présent I une activité salariée pendant au moins vingt-quatre mois ou, si celle-ci est créée depuis moins de vingt-quatre mois, depuis sa création et détient ou a détenu à un moment quelconque depuis la création de la société, avec son conjoint ou le partenaire lié à lui par un pacte civil de solidarité et leurs ascendants et descendants, au moins 5 % des droits de vote ou des droits dans les bénéfices sociaux de cette société » ;*
- 4) *« Il est signataire d'un pacte d'actionnaires ou d'associés personnes physiques portant sur les parts ou actions de la société mentionnée au 1° du I dont l'un au moins des signataires remplit la condition mentionnée au b du présent 2°. Ce pacte d'actionnaires ou d'associés doit porter sur au moins 25 % des droits de vote ou des droits dans les bénéfices sociaux de la société dont les titres font l'objet du pacte. Chaque signataire du pacte doit détenir au minimum 1 % des droits de vote ou des droits dans les bénéfices sociaux de la société précitée ».*

Ainsi y retrouve-t-on (conditions 2 et 3) la condition figurant dans l'ancien mécanisme de report de l'article 150-0 C, certes appréciée de manière plus souple pour prendre en compte les dirigeants de jeunes entreprises innovantes (durée de 24 mois prise en compte, voire moins en cas de création de l'entreprise plus récente), d'avoir exercé une fonction soit salariée, soit de direction au sein de la société dont les titres sont cédés. Les Business Angels de la catégorie des entrepreneurs sont donc visés par ce dispositif. Une place est toutefois laissée ouverte ici, contrairement à ce que permettait l'ancien report de l'article 150-0 C du CGI, aux investisseurs personnes physiques seulement financiers (l'autre catégorie de Business Angels : retraités fortunés par exemple) avec les conditions 1 et 4.

L'autre importante condition est relative aux titres pouvant être déposés au sein du compte PME Innovation (CPI). Ainsi, les parts ou actions pouvant être déposées sur le CPI sont celles des PME créées depuis moins de dix ans remplissant les conditions pour bénéficier de l'abattement pour durée de détention majoré visé à l'article 150-0 D, 1 quater, B-1° du CGI. Cette condition est ici plus stricte que celle figurant dans l'ancien mécanisme de report : il doit ainsi s'agir d'une PME au sens communautaire là où l'ancien report mettait comme condition qu'il ne devait s'agir que d'une société non cotée, elle doit être créée depuis moins

de dix ans là où l'ancien report n'exigeait que quinze ans. Il y a donc avec ce dispositif, son identification avec l'abattement majoré du 150-0 D du CGI en étant la preuve, une volonté claire de viser les dirigeants de jeunes entreprises. Il est de plus à noter, point essentiel sur lequel nous reviendrons ultérieurement¹²⁴ et qui n'était pas requis dans le report de l'article 150-0 C du CGI, que, selon le 1° du B du IV de l'article L221-32-5 du Code monétaire et financier, le titulaire du CPI devra, dans chacune des sociétés dans lesquelles les liquidités sont investies :

- 1) Soit exercer une fonction de direction (au sens de l'ISF) pour laquelle il percevra une rémunération normale ;
- 2) Soit être administrateur ou membre de son conseil de surveillance ;
- 3) Soit être lié à la société par une convention d'accompagnement dans laquelle il s'engage à participer activement à la définition de sa stratégie et à lui fournir, à sa demande, des prestations de conseil à titre gratuit.

Enfin, les deux dernières conditions posées par ce dispositif sont les suivantes : en cas de cession ou de rachat des titres inscrits sur le compte-titres, le prix de cession ou de rachat sera perçu sur le compte-espèces et les liquidités devront être réinvesties, dans un délai de 24 mois suivant la cession, soit :

- Dans la souscription au capital de PME éligibles au dispositif ISF-PME (conformément à l'article 885-0 V bis du CGI) ou soit ;
- Dans l'acquisition ou la souscription de parts ou actions de certaines entités (soit les fonds de capital-risque dits « fiscaux » évoqués précédemment¹²⁵) dont l'actif serait constitué à hauteur d'au moins 80% de titres de sociétés satisfaisant au dispositif ISF-PME.

Si nous ne nous pencherons qu'ultérieurement sur les PME éligibles au dispositif ISF-PME (lors de l'étude détaillée des « incitations à l'entrée »), il peut toutefois être ici noté que ces PME sont fiscalement considérées comme jeunes et innovantes dans l'esprit du dispositif. Ainsi, il apparaît clairement que le compte PME Innovation vise à inciter les entrepreneurs et

¹²⁴ En ce que c'est la première fois qu'un dispositif incitatif prend en compte la spécificité du capital-risque qui est un type investissement n'étant pas uniquement capitalistique : conseils à l'entrepreneur de la part d'investisseurs spécialisés dans le secteur d'activité de la société, mise en disponibilité du réseau ou encore aide dans les tâches administratives y occupent ainsi souvent une dimension importante.

¹²⁵ Ainsi que les organismes similaires d'un autre État membre de l'Union européenne, de la Norvège, de l'Islande ou du Liechtenstein.

investisseurs de jeunes entreprises à réinvestir la plus-value réalisée à l'occasion de la cession de leurs titres dans d'autres jeunes entreprises innovantes afin de créer un écosystème vertueux de financement de l'innovation. Pour ce faire, précisons pour conclure comment sera fiscalement traité ce report d'imposition : en contrepartie du emploi du produit de cession des titres, les plus-values générées à l'occasion de cette cession ne seront pas imposables à l'IR au titre de l'année de leur réalisation mais au titre de l'année soit 1) de retrait de tout ou partie des liquidités figurant sur le compte espèces, soit 2) de retrait des titres réinvestis figurant sur le compte-titres, soit 3) de clôture du CPI ou soit 4) de transfert de résidence fiscale à l'étranger du titulaire. Ainsi, les gains nets réalisés (après compensation entre les plus-values et les moins-values réalisées), réduits des abattements déterminés selon la durée de détention des titres cédés et leur nature, feront l'objet d'une imposition globale à l'IR au moment de la sortie des actifs du compte. Il est toutefois à noter – ce qui peut être relevé comme une constante au vu de l'étude des différents régimes dérogatoires au régime de droit commun des plus-values – que les prélèvements sociaux dus sur les plus-values de cession ne bénéficient quant à eux pas de ce report d'imposition.

Ainsi a-t-on pu étudier ici les quatre types « d'incitations à la sortie » mises en place par le législateur en vue de favoriser le capital-risque dans sa diversité (mesures en faveur des Business Angels d'une part, des fonds de capital-risque de l'autre). La description de ces dispositifs effectuée, nous allons maintenant pouvoir passer à l'examen critique de ces mesures au regard tant des besoins des acteurs du capital-risque que de ceux des jeunes entreprises innovantes. Cette approche critique nous permettra ainsi d'appréhender les contours fiscaux que le législateur, en vue de soutenir le financement des jeunes entreprises innovantes, a entendu donner à la notion de « risque ». Sur la base de quels critères l'a-t-il caractérisée et ceux-ci sont-ils pertinents au regard de la fonction incitative qu'il a entendu lui donner ? Telles sont les questions sur lesquelles nous allons désormais nous pencher au sein de cette seconde partie.

Deuxième partie : réflexions sur la pertinence des dispositifs fiscaux mis en œuvre jusqu'ici en vue de soutenir l'investissement dans les jeunes entreprises innovantes

Les dispositifs dérogatoires mis en place au régime général des plus-values en vue de favoriser l'investissement dans les jeunes entreprises innovantes ayant été décrits, va désormais se poser la question de leur pertinence. Cette pertinence ne peut, in fine, s'apprécier que d'une seule manière : en confrontant les résultats de ces « incitations à la sortie » à leurs objectifs. Rappelons ici quels sont ces objectifs : prendre en compte fiscalement le risque pris par un investisseur du fait de la nature risquée de l'investissement dans une jeune entreprise innovante. Cette prise en compte du risque par la fiscalité n'est, il faut le garder à l'esprit, qu'un moyen en vue de cet objectif plus grand qu'est la nécessité de favoriser le développement des entreprises innovantes sur le sol français. Il s'agit donc, lorsque l'on s'interroge sur la problématique de la pertinence de ces régimes mis en œuvre, de ne pas oublier ces différents points : 1) la justification de tous ces régimes de faveur tient à ce qu'ils visent à favoriser au final le développement des jeunes entreprises innovantes françaises ; 2) que l'objectif intermédiaire en vue de réaliser celui venant d'être énoncé au point 1. est d'offrir aux investisseurs du capital-risque des avantages fiscaux proportionnels au risque qu'ils prennent en investissant dans ce secteur justement plus risqué que d'autres secteurs dans lesquels d'autres types d'investisseurs opèrent et 3) que le risque pris par l'investisseur est ainsi uniquement lié à l'entreprise dans laquelle il investit (la problématique étant, et il s'agira de l'un des points centraux de cette partie, de déterminer comment s'apprécie en conséquence le risque au niveau de l'entreprise) et non à d'autres facteurs.

Fort de ces quelques rappels, il va donc être étudié dans un premier temps la probable incohérence existant entre le régime actuel des plus-values de cession de titres (régime général et dérogations mises en place) et le besoin en financement des entreprises innovantes, ceci découlant notamment d'une insuffisante prise en compte du risque par le législateur dans les régimes dérogatoires qu'il a mis en place (Chapitre 1). Cette démonstration faite, nous nous intéresserons ensuite à la problématique des « incitations à l'entrée » mises en place en faveur du capital-risque en vue de montrer qu'elles peuvent faire l'objet, du fait de leur

absence de prise en compte du risque, d'un certain nombre de critiques allant jusqu'à contester leur principe même (Chapitre 2).

Chapitre 1 : Une probable incohérence entre régime actuel des plus-values de cession de titres et besoin en financement des jeunes entreprises innovantes

Pour apprécier cette incohérence – qui à notre sens nuit à l'objectif des mesures prises par le législateur en faveur d'un soutien aux jeunes entreprises innovantes – il va tout d'abord être nécessaire de succinctement revenir sur le marché actuel des entreprises innovantes, du capital-risque et sur les besoins de chacun (I). Ce constat posé, il pourra dès lors être apprécié l'insuffisance du régime français des plus-values de cession de titres dans sa double dimension (régime général et régimes dérogatoires) au regard de ces besoins (II).

I. Réflexions sur le marché actuel des entreprises innovantes, du capital-risque et sur les besoins de chacun

Afin d'opérer le constat le plus exhaustif qui soit indispensable à la démarche critique qui va s'ensuivre, il paraît essentiel de s'attacher aux besoins de ces deux acteurs essentiels de l'écosystème de l'innovation que sont les jeunes entreprises innovantes d'une part (A) et les différents protagonistes du secteur du capital-risque de l'autre (B).

A. Réflexion sur les besoins en financement des jeunes entreprises innovantes

La description qui aura lieu ici fera en partie figure de rappel en ce qu'un certain nombre d'éléments y figurant ont déjà été évoqués dans l'introduction. Ainsi y avait-on tout d'abord relevé à quel point un financement important était un élément essentiel dans le développement des start-up du fait de leurs caractéristiques tout autant que des caractéristiques des secteurs dans lesquels celles-ci opéraient. S'agissant de leurs caractéristiques, il peut ainsi être relevé que la principale est qu'une start-up n'a pas, lorsqu'elle se lance, de business model préétabli : celui-ci se trouve petit à petit par les successives rencontres entre les différents

produits lancés et le marché¹²⁶. Durant cette période, l'entreprise est structurellement déficitaire et, ne pouvant donc se financer par ses revenus, se trouve dans l'obligation de se voir financée par l'injection de capitaux propres¹²⁷. Si l'on ajoute à cela des dépenses de recherche et développement pouvant s'avérer importantes ainsi que les dépenses plus classiques de toute entreprise (personnel, locaux, charges administratives), il apparaît donc qu'une jeune entreprise a dès ses premiers pas besoin de financements importants. Il peut dans un second temps être relevé que la nécessité de croître rapidement ensuite dans des secteurs nouveaux dont la caractéristique principale est souvent, rappelons-le ici, la règle du « winner takes all » a également pour conséquence de voir les besoins en financement de l'entreprise innovante qui a déjà en partie mûri continuer à croître vers des sommes devenant, comme nous allons le voir maintenant, conséquentes.

Au regard de la description théorique de ces besoins venant d'être effectuée et reposant sur une dichotomie capital-survie d'une part et capital-développement de l'autre, il importe de se pencher sur la manière dont les acteurs du capital-risque ont jusqu'ici pourvu à ces besoins en financement. Si l'on reprend ainsi le schéma figurant en page 6 sur la typologie des financements des jeunes entreprises innovantes, l'on s'aperçoit qu'il existe deux périodes transitoires au sein de cette chaîne de financement : la première résidant dans le basculement entre le financement par la Love Money au financement par des Business Angels, la seconde dans le basculement entre financement par les Business Angels et financement par les fonds de capital-risque. Cette deuxième période transitoire avait déjà été pointée comme problématique lors de l'introduction : aussi appelée « equity gap », elle constitue l'une des principales causes de mortalité des jeunes entreprises innovantes. Le problème réside en effet en ce que l'entreprise – qui se situe alors dans un besoin de capital-développement – se voit dans la nécessité de croître toujours plus rapidement (problématique du « winner takes all ») et, du fait de sa taille déjà conséquente et de besoins financiers devenant par là plus conséquents, a besoin de plus de financements que ce peuvent apporter les Business Angels. On se situe souvent dans ces cas là sur des besoins de financement entre 500'000 et 1 million d'euros. Le problème tient toutefois à ce que l'entreprise n'est pas forcément encore

¹²⁶ C'est principalement – outre le recours aux nouvelles technologies (les deux allant toutefois de pair puisque ces nouvelles technologies offrent des possibilités de marchés nouvelles et donc par essence incertaines) – cette incertitude quant à son business model qui distingue la jeune entreprise innovante de la PME plus classique (exemple d'un salon de coiffure dont le business model est ici prédictible).

¹²⁷ Rappelons en effet qu'une jeune entreprise innovante, du fait de l'incertitude quant à sa réussite et du peu de garanties qu'elle peut apporter (capital essentiellement immatériel), peine à trouver des financements auprès des banques. Cette incapacité à se financer auprès des organismes financiers traditionnels – expliquée dans l'introduction – a expliqué la naissance de ce nouveau type d'investissement qu'est le capital-risque.

suffisamment conséquente pour attirer les fonds de capital-risque qui peuvent trouver l'investissement dans celle-ci trop risqué ou insuffisamment rentable. De cet écart entre capacités des Business Angels et intérêt des fonds de capital-risque naît ce que beaucoup qualifient de « Vallée de la Mort »¹²⁸. Tel est le principal problème de financement des entreprises innovantes ayant réussi à passer avec succès les premières phases de leur développement.

L'autre problème, moins pointé, réside dans l'autre période transitoire évoquée précédemment : celle existant entre le financement par la Love Money et le financement par les Business Angels. Il est en effet important de rappeler ici que les premiers financements ne sont plus pointés comme constituant une importante difficulté pour l'entrepreneur voulant créer sa start-up. Ceci est dû à plusieurs facteurs : la multiplication des subventions publiques, celle des concours publics et privés, l'important développement des incubateurs et accélérateurs de start-up sur le territoire national¹²⁹, la baisse du coût d'utilisation des technologies numériques et donc du coût de lancement des produits des entreprises innovantes du secteur numérique (ainsi que de leur coût de fonctionnement) ou encore l'important essor qu'a connu le crowdfunding ces dernières années¹³⁰. En revanche, il avait déjà été pointé dans l'introduction le trop faible nombre encore de Business Angels français en comparaison avec le Royaume-Uni et les Etats-Unis. C'est d'ailleurs cette faiblesse que le gouvernement a entendu résorber avec des mesures favorables spécifiquement à ces Business Angels comme le compte PME Innovation figurant dans la loi de finances rectificatives pour 2016 et ayant été décrit dans la partie précédente. La difficulté réside donc pour la jeune entreprise innovante à trouver – une fois ses tout premiers pas effectués grâce à la Love Money et à l'ensemble des aides évoquées précédemment – des financements plus conséquents (aux

¹²⁸ Article du 3 juin 2014 au sein du quotidien La Tribune : « Financement des start-up : comment traverser la Vallée de la Mort ? ».

¹²⁹ Ceux-ci pouvant être publics ou privés. La France a découvert les incubateurs en 1999 sous l'impulsion du Ministère de l'Enseignement Supérieur de la Recherche. La « Loi Allègre sur la Recherche et l'Innovation » du 12 juillet 1999 a ainsi donné naissance à un tissu relativement dense d'incubateurs publics comme IncubAlliance (Plateau de Saclay), SEMIA (Alsace), AVRUL (Limousin), Agoranov (Paris), Normandie Incubation ou encore PACA Est. On dénombre aujourd'hui environ 230 incubateurs de start-up en France ainsi qu'une cinquantaine d'accélérateurs (chiffres tirés de l'article « 228 incubateurs, 1 milliard d'euros levés au premier semestre : la France, terre de start-ups ? » du 4 juin 2017 de la revue Maddyness).

¹³⁰ Selon la définition de l'AFE (Agence France Entrepreneur), « *le financement participatif (crowdfunding) est un mode de collecte de fonds, réalisé via une plateforme internet, permettant à un ensemble de contributeurs de choisir collectivement de financer directement et de manière traçable des projets identifiés* ». Selon une étude réalisée par KPMG France et Financement Participatif France dévoilée le 21 février 2017 (« Baromètre Crowdfunding 2016 »), 233,8 millions d'euros ont été investis en France via des plateformes de crowdfunding en 2016 contre 166,8 millions en 2015 : soit une augmentation de 40%. Ainsi, en 2016, 21 375 projets ont été financés selon les chiffres de cette étude.

alentours de 100'000 euros). Ce rôle d'intermédiaire avant que les fonds de capital-risque prennent le relais, qui doit être assuré par les Business Angels, l'est toutefois encore insuffisamment en France du fait du trop faible nombre de ceux-ci ainsi que de la plus faible valeur de leurs investissements en comparaison avec les Business Angels d'autres pays¹³¹.

Ainsi, il existe donc deux principaux points à améliorer afin de répondre plus pleinement aux besoins de financement des entreprises innovantes, ces deux points correspondant aux deux périodes transitoires de leur chaîne de financement : le trop faible nombre de Business Angels d'une part, l'arrivée trop tardive des fonds de capital-risque de l'autre. Ces problèmes ayant été pointés, nous allons donc désormais nous pencher sur les besoins évoqués par les acteurs du capital-risque.

B. Réflexion sur les besoins des acteurs du capital-risque

Il a déjà été pointé la diversité des acteurs lorsque l'on prend la notion de capital-risque au sens large : Business Angels, fonds de capital-risque et entreprises¹³². Leur mode opératoire peut schématiquement être distingué en deux catégories selon que l'investisseur soit ou non en mesure d'investir dans de nombreuses jeunes entreprises innovantes. Ainsi, il peut être opérer la partition entre la plupart des Business Angels et les fonds de capital-risque sur la base de ce critère. Cette majorité de Business Angels qui, rappelons-le, sont des particuliers aux patrimoines divers, ne dispose en effet de pas de moyens suffisants pour procéder à la manière des fonds de capital-risque (investissement dans un large panel de jeunes entreprises innovantes avec l'objectif que quelques réussites compensent la grande majorité d'échecs). Leurs investissements se limitent donc la plupart du temps à un tout petit nombre d'entreprises. En outre, leur logique est également différente (ce point est particulièrement vrai pour les Business Angels entrepreneurs qui investissent dans des sociétés de leur secteur d'activité) en ce qu'ils apportent plus à la start-up qu'un simple investissement capitalistique : conseils, temps important consacré à l'entreprise dans l'optique d'apporter leur expérience à l'entreprise et d'optimiser ses chances de succès. L'investisseur peut alors être assimilé à un

¹³¹ Rappelons ainsi que, selon l'association France Angels qui fédère les différents réseaux de Business Angels en France, il y aurait entre 7 000 et 8 000 Business Angels en France tandis que ceux-ci seraient au Royaume-Uni environ 40 000 et seraient plus de 400 000 aux Etats-Unis. Au niveau du montant des investissements effectués par ces Business Angels, rappelons qu'en 2015 seulement 42 millions d'euros ont été investis en France contre 300 millions d'euros au Royaume-Uni (source : Livre Blanc de France Angels pour 2017).

¹³² Celles-ci intègrent en effet le capital-risque de trois manières : soit en investissant directement dans les jeunes entreprises, soit en créant des fonds de capital-risque qui leur sont adossés (on parle alors dans ces deux cas de « Corporate Venture Capital ») ou, troisième option, en investissant dans des fonds de capital-risque.

deuxième entrepreneur au sein de la jeune entreprise innovante, le métier d'actionnaire évoluant alors en celui de second dirigeant. A ce titre, rappelons que le capital-risque porte aux Etats-Unis le nom de « Venture Capital », le terme « venture » pouvant être traduit par l'idée d'aventure commune. Le risque pris par l'investisseur – ainsi que le temps consacré à apporter ses compétences à l'entreprise – a toutefois pour finalité la maximisation de son profit, soit la plus-value qu'il effectuera à la revente des titres de la société.

En cela, bien que leur mode opératoire diffère, les préoccupations du Business Angel se rapprochent de celles des fonds de capital-risque. Comme nous l'avons écrit dans l'introduction, ceux-ci se voient en effet obligés – pour afficher des TRI nets supérieurs à ceux du marché (bien que les TRI des fonds de capital-risque soient inférieurs à ceux affichés dans les autres branches du capital-investissement comme nous l'avons montré) et par là rendre à leurs investisseurs au moins trois fois les montants investis – de multiplier par 10 le capital investi dans les investissements à succès (en prenant en compte la fourchette haute, soit un tiers de succès parmi les jeunes entreprises innovantes du portefeuille du fonds). Cette nécessité de maximiser les plus-values lors de la revente des titres de leurs sociétés à succès rapproche ainsi les fonds de capital-risque des Business Angels ; ces acteurs du capital-risque ayant par là le même besoin pour poursuivre leur activité.

Quelles sont donc, au regard de ce besoin de maximisation de leurs plus-values, les demandes de ces investisseurs ? A la lecture des revendications des différents acteurs du capital-risque¹³³, il apparaît que celles-ci sont, schématiquement, au nombre de trois. La première de ces revendications a trait à la complexité du régime fiscal des plus et moins values de cession de titres. Cette critique, d'ailleurs récurrente en ce qui concerne le système fiscal français, a pour premier fondement la grande instabilité de la loi en ce qui concerne le régime nous intéressant. Rappelons ainsi que l'article 150-0 A du CGI, énonçant le régime général des plus-values de cession de titres réalisées par des particuliers, a été modifié 29 fois depuis l'année 2000 tandis que l'article 150-0 D, énonçant les abattements relatifs au régime général des plus-values de cession de titres réalisées par des particuliers, a lui été modifié 25 fois depuis l'année 2000¹³⁴. Le deuxième fondement tient quant à lui au grand nombre de

¹³³ Voir sur ce point les revendications de l'AFIC (Association Française des Investisseurs pour la Croissance) ou encore de France Angels.

¹³⁴ Il peut être rappelé ici la citation de l'économiste américano-indien Raj Chetty lors d'une audition au Sénat américain en 2011 : « *La simplicité et la transparence des incitations fiscales sont aussi importantes que les aspects financiers des incitations* ».

conditions requises pour bénéficier des régimes dérogatoires au régime général des PV de cession de titres. Enfin, un troisième fondement à cette critique d'une excessive complexité du régime des plus-values de cession de titres français qui enlèverait toute lisibilité aux investisseurs (la lisibilité étant pourtant le facteur déterminant d'une décision d'investissement) trouverait à s'appliquer spécifiquement aux particuliers réalisant de telles opérations : depuis le passage à une imposition au barème progressif de l'IR des PV réalisées par des particuliers, ceux-ci voient en effet leur visibilité structurellement réduite puisque leur taux d'imposition sur ces PV dépend désormais également de l'importance de leurs autres revenus (il est dès lors difficile pour le particulier voulant investir de prédire quel sera le taux d'imposition de l'éventuelle plus-value que celui réalisera).

La critique d'un nombre trop important de conditions pour bénéficier des régimes de faveur est directement liée à la deuxième des revendications des acteurs du capital-risque : celle de systématiquement instaurer de nombreuses conditions relatives à l'investisseur afin de bénéficier de ces régimes de faveur. En somme, d'être, lors de la phase d'élaboration de ces conditions, plus dans une constante logique anti-abus du côté du législateur que dans une logique de prise en compte du risque (où les conditions sont alors uniquement relatives à l'entreprise au sein de laquelle l'investissement a lieu). Edicter des conditions relatives à l'investisseur (durée de détention des titres, seuil de participation minimal au sein de la société, etc) revient en effet à se placer dans une logique anti-abus principalement justifiée par la volonté de favoriser un investissement stable de long-terme : se pose dès lors la question de savoir si le législateur, tiraillé entre deux objectifs n'allant pas forcément de pair (prise en compte du risque d'une part, volonté de favoriser un investissement de long-terme de l'autre), ne vide pas de leur substance ces régimes dérogatoires par le double objectif que ceux-ci, de facto, contiennent. Nous reviendrons ultérieurement sur ce point, cœur de la critique que nous entendons faire des dispositifs dérogatoires au régime général des PV de cession de titres en vue de favoriser le capital-risque.

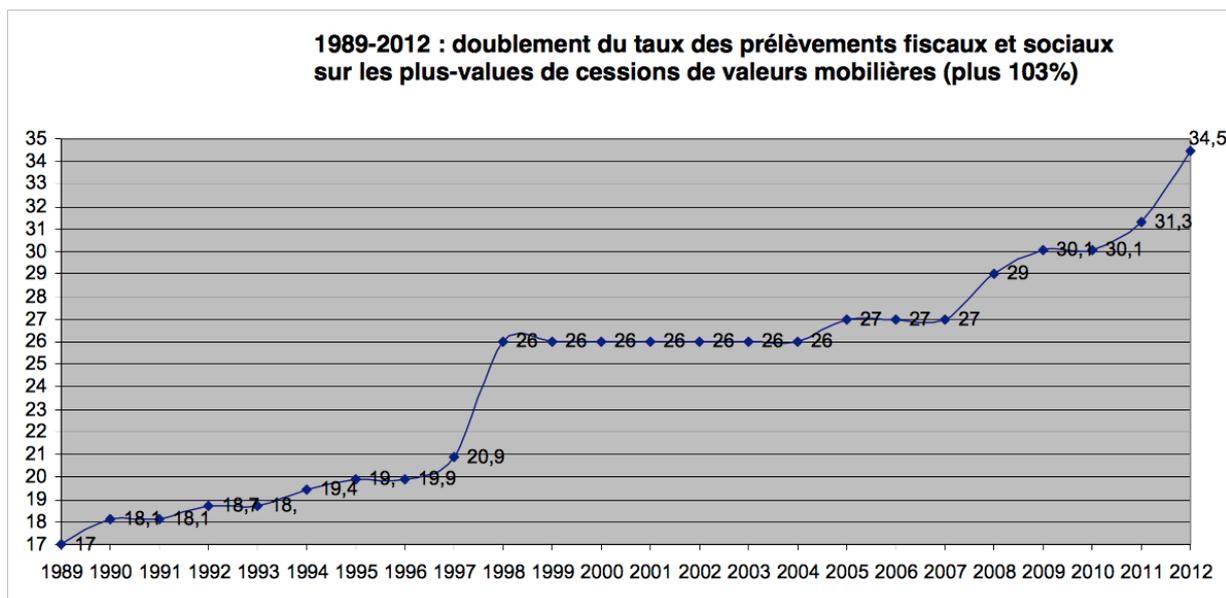
Enfin, la troisième revendication est relative au taux d'imposition particulièrement élevé des plus-values de cession de titres en France. Rappelons ici deux points préliminaires justifiant cette évocation des taux élevés en France alors même que le capital-risque bénéficie en principe de régimes de faveur. En premier lieu, notons que, du fait de l'important nombre de conditions existant pour bénéficier des régimes dérogatoires (et d'un arbitrage qui en outre doit parfois être fait entre ceux-ci et d'autres impôts, en particulier l'ISF), il n'est pas

improbable qu'un certain nombre d'investisseurs faisant partie du capital-risque soient imposés au taux de droit commun sur la PV réalisée lors de la cession de leurs titres. La problématique d'un taux de droit commun sur les plus-values de cession de titres particulièrement élevé en France concerne dès lors le secteur du capital-risque également. Relevons aussi, et c'est là notre second point préliminaire, qu'aucun des régimes de faveur évoqués dans la partie précédente n'offre d'avantages en ce qui concerne les prestations sociales qui ont vu leur taux sensiblement augmenter depuis 1991¹³⁵ : celles-ci ne se voient ainsi ni réduites par les mécanismes d'abattement mis en place concernant l'IR, ni par les exonérations ou le report. Cette problématique des prestations sociales se pose dès lors avec acuité, la question étant là aussi de savoir si celles-ci ne viennent pas miner l'efficacité des régimes de faveur institués par le législateur.

Si l'on en revient à la problématique du taux d'imposition sur les plus-values de cession de titres en France, deux remarques sont ici à faire. La première tient à l'importante hausse du taux de celle-ci si l'on adopte une perspective historique : ainsi remarque-t-on que, loin d'être une décision à rebours, le basculement à l'imposition au barème progressif de l'IR des plus-values de cession de titres réalisées par des particuliers en 2013 s'inscrit pleinement dans une logique de hausse continue de ce taux initiée près de trente ans auparavant. Si l'on se penche ainsi sur l'évolution des prélèvements fiscaux et sociaux de 1989 à 2012, l'on s'aperçoit que ceux-ci ont doublé durant cette période (hausse de 103%)¹³⁶ comme il peut l'être noté avec le graphique suivant :

¹³⁵ Celles-ci ont ainsi leur taux multiplié par 13 entre 1991 et 2016 (1,1% à 15,5%). Pour les revenus d'activité en revanche, leur taux n'a été multiplié que par 7 depuis 1991 (1,1% à 8%) : en effet, contrairement aux revenus d'activité ou de remplacement, les revenus du patrimoine (imposables ou non) sont en plus passibles de prélèvements sociaux spécifiques qui s'élèvent à 6,8% : prélèvement social (4,5%), prélèvement de solidarité (2%) et contribution additionnelle (0,3%).

¹³⁶ Chiffres tirés de l'étude « Dossier sur les prélèvements fiscaux et sociaux sur le capital investi en actions et en obligations » réalisée en mars 2016 par l'ANSA (Agence Nationale des Sociétés par Actions).



Source : ANSA (Agence Nationale des Sociétés par Actions).

Telle est donc la première constatation pouvant être faite : le taux d'imposition des plus-values de cession de titres réalisées par des particuliers n'a cessé d'augmenter depuis trente ans (avec un taux marginal de 62,205% aujourd'hui si l'on intègre la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus). La seconde remarque découle de l'observation de ce taux d'imposition français au regard de la moyenne européenne. Il apparaît lorsque l'on effectue cette étude comparative que la France affiche aujourd'hui le taux marginal d'imposition le plus élevé d'Europe¹³⁷. Ainsi, à titre de comparaison, l'Allemagne connaît deux régimes d'imposition, dont les taux marginaux sont tous deux plus favorables que le régime français. Pour les cessions de participation représentant plus de 1% du capital de la société détenu pendant les 5 années antérieures, il y a imposition au barème progressif de l'IR (taux maximal de 47,47%) après application d'un abattement de 40%. Pour les cessions de participation inférieures à 1% du capital de la société, une retenue à la source libératoire de 26,38% s'applique sur les plus-values supérieures à 600 euros (exonération des PV inférieures à ce montant). Le régime est donc, on le voit, plus favorable dans les deux cas à celui français, pénalisé par les prélèvements sociaux et la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus. S'agissant de la Belgique, il y a exonération totale des plus-values réalisées hors celles à

¹³⁷ Cette conclusion est tirée de l'approche comparative effectuée par l'étude « *Dossier sur les prélèvements fiscaux et sociaux sur le capital investi en actions et en obligations* » réalisée en mars 2016 par l'ANSA (Agence Nationale des Sociétés par Actions). La conclusion tirée à la suite de la comparaison est ainsi : « *En 2016, la France apparaît hors normes fiscales mondiales, le taux global des prélèvements au taux marginal sur les intérêts, plus-values et dividendes soumis au régime de droit commun étant de loin le plus élevé de tous les pays de l'OCDE, même sans tenir compte de la fiscalité du patrimoine* ».

caractère spéculatif (opérations dépassant la gestion normale d'un patrimoine privé (ayant un caractère répétitif)) qui sont imposées à un taux spécial de 33% majoré des taxes locales. Enfin, si l'on prend le Luxembourg, seules les plus-values spéculatives (détention inférieure à 6 mois) sont taxables à l'IR au taux de droit commun¹³⁸ (la tranche marginale y étant de 39% à laquelle il faut ajouter une contribution pour le fond de l'emploi à 4% pour les revenus annuels inférieurs à 150'000 euros et 6% au-delà).

Ainsi avons-nous pu mettre ici en lumière les principales revendications et besoins des acteurs du capital-risque aussi bien que des jeunes entreprises innovantes. Ces constats effectués, nous allons maintenant voir dans quelle mesure le système fiscal français des plus-values de cession de titres (régime général et régimes dérogatoires en faveur du capital-risque inclus) a répondu à ces besoins ; cette démarche nous permettant par là même d'adopter une démarche critique à l'égard de ce système en vue d'y proposer ce qui constitueraient à notre sens des améliorations.

II. Les insuffisances du régime fiscal français des plus-values et moins-values de cession de titres au regard de ces besoins

Si l'on laisse de côté les problématiques concernant la stabilité de la loi fiscale et le taux de droit commun élevé pesant en France sur les plus-values de cession de titres en ce que la solution à ces problèmes paraît plus aisée, les autres insuffisances pointées précédemment – et qui sont ici spécifiques à la question du financement des jeunes entreprises innovantes – procèdent à notre sens du double objectif que le législateur a assigné aux régimes dérogatoires des plus-values de cession de titres en faveur du capital-risque : favoriser la prise de risque d'une part et un investissement de long-terme de l'autre. En concentrant de nombreuses conditions au niveau de l'investisseur et en étant ainsi plus préoccupé par une logique anti-abus visant à favoriser l'investissement de long-terme que par une prise en compte effective du risque par la fiscalité (A), le législateur s'est à notre sens insuffisamment penché sur la notion de « jeune entreprise innovante » - seule notion permettant d'appréhender le risque pris par l'investisseur – et a par là permis à ces régimes dérogatoires de bénéficier à d'autres

¹³⁸ Lorsque la participation est toutefois supérieure à 10% du capital de la société, la cession après 6 mois est imposable au demi taux de l'IR après un abattement, applicable une seule fois tous les dix ans, de 50'000 euros. Le régime y est donc différent selon que la participation dans le capital de la société soit ou non jugée substantielle.

segments de l'investissement que le capital-risque proprement dit, créant par là les conditions pour que le besoin en financement plus précoce des jeunes entreprises innovantes par les fonds de capital-risque ne soit pas satisfait (B).

A. La prédominance d'une logique anti-abus justifiée par une volonté de favoriser un investissement de long-terme

Il apparaît à la lecture des conditions pour bénéficier des régimes dérogatoires au régime général des PV de cession de titres que nombre de celles-ci sont relatives à l'investisseur. Si l'on prend ainsi l'abattement majoré figurant au 1 quater A de l'article 150-0 D du CGI, il apparaît que celui-ci voit sa valeur (50%, 65% ou 85%) dépendre non pas de l'entreprise dans laquelle a lieu l'investissement (les conditions au niveau de l'entreprise restent similaires : elle doit dans tous les cas avoir été créée depuis moins de dix ans, être une PME au sens communautaire, etc) mais bien de la durée de détention des titres par l'investisseur. Il s'agit donc d'un abattement pour durée de détention qui n'est dans sa logique que le prolongement de l'abattement de droit commun du 1 ter de l'article 150-0 D du CGI et non une mesure pensée spécifiquement en faveur du capital-risque dans l'optique de prendre fiscalement en compte le risque pris par l'investisseur. Le même raisonnement peut être effectué avec l'exonération des distributions résultant des plus-values réalisées par un fonds de capital-risque dit « fiscal » à ses investisseurs soumis à l'IS (régime décrit par le 1 du a sexies du I de l'article 219 du CGI) : la condition de l'exonération tient ainsi à ce que ces plus-values réalisées par le fond (qui ont été distribuées ensuite) le soient à partir de cession de titres de participation et non de simples titres. L'une des deux conditions pour qu'un titre soit qualifié de titre de participation étant que celui-ci soit détenu depuis au moins deux ans, l'on voit que la condition repose ici à nouveau sur l'investisseur dans une logique de favorisation de l'investissement de long-terme et non sur l'entreprise du portefeuille de titres du fonds dont les titres sont cédés.

Si ce raisonnement fonctionne pour la durée de détention, il s'applique également aux seuils de participation qui sont dans un certain nombre de cas requis pour bénéficier des « incitations à la sortie » mises en place par le législateur : il s'agit en effet des deux conditions permettant de garantir un investissement durable dans une entreprise (un seuil de participation élevé étant en effet la marque d'une volonté de l'investisseur de s'impliquer dans les choix de l'entreprise et par là de se placer dans une logique de long-terme). Un

certain nombre de régimes dérogatoires ont ainsi pour condition un certain seuil de participation requis. Il peut par exemple être cité à nouveau l'exonération liée aux titres de participation (la seconde condition pour être qualifié comme tel étant en effet qu'ils représentent au moins 5% du capital de la société dont les titres sont cédés), mais aussi le cas du report d'imposition avec le compte PME Innovation. Afin de s'assurer que ce report d'imposition ne bénéficiera qu'à de « réels » entrepreneurs, le 2° de l'article L221-32-5 du Code monétaire et financier énonce ainsi quatre conditions alternatives relatives à la participation du cédant qui souhaite bénéficier d'un report d'imposition de la plus-value réalisée : un seuil de 5% est ainsi requis dans deux conditions (lorsque le cédant est dirigeant ou salarié de l'entreprise) tandis que dans les deux autres cas restant il s'agit soit d'avoir détenu à un moment quelconque depuis la création de la société¹³⁹ au moins 25 % des droits de vote ou des droits dans les bénéfices sociaux de cette société soit d'être signataire d'un pacte d'actionnaires ou d'associés personnes physiques portant sur les parts ou actions de la société qui doit porter sur au moins 25 % des droits de vote ou des droits dans les bénéfices sociaux de la société dont les titres font l'objet du pacte¹⁴⁰.

Il existe ainsi, dans les conditions édictées pour bénéficier de ces régimes de faveur, de nombreuses mesures visant à favoriser – soit par la durée de détention, soit par des seuils de participation minimaux – l'investissement de long-terme. Il est à ce titre intéressant de relever qu'il est, dans un certain nombre de rapports¹⁴¹, opéré un lien entre investissement de long-terme et capital-risque, ce dernier se révélant plus à même de financer des investissements de long-terme étant par essence risqués du fait de leur incertitude. S'il est incontestable que l'investissement de long-terme est indispensable à la croissance future, et que le capital-risque peut être amené à jouer ce rôle d'investisseur de long-terme, l'on peut toutefois se questionner sur la pertinence d'une approche du législateur principalement fondée sur une volonté de « forcer » le capital-risque à être un investisseur de long-terme. L'écueil est en effet à notre sens ici double : d'une part il déplace le centre des conditions non plus sur l'entreprise cible

¹³⁹ Avec son conjoint ou le partenaire lié à lui par un pacte civil de solidarité et leurs ascendants et descendants.

¹⁴⁰ Il est à rappeler qu'une autre condition y figure : ainsi, « *chaque signataire du pacte doit détenir au minimum 1 % des droits de vote ou des droits dans les bénéfices sociaux de la société précitée* ».

¹⁴¹ Rapport législatif sur « *L'investissement productif de long terme* » déposé à l'Assemblée Nationale le 16 septembre 2015 ; Note du Conseil d'Analyse Economique (CAE) d'août 2010 sur « *Investissement et investisseurs de long-terme* ». Il se lit ainsi dans cette seconde note notamment que « *L'économie politique de l'investissement long nous incite à réfléchir aux conditions dans lesquelles nous pourrions accroître rapidement et significativement la prise de risque long dans nos économies. C'est là que la collectivité en tant qu'« assureur de risques longs » en dernier ressort peut et doit intervenir afin de contribuer au maintien de nos économies dans la concurrence mondiale pour l'innovation et la création de richesse à long terme* ».

(dont la nature définit le capital-risque puisque celui-ci consiste, rappelons-le, en une branche de l'investissement spécialisée dans le financement des jeunes entreprises innovantes) mais sur l'investisseur, provoquant par là un décalage entre les besoins de ces jeunes entreprises innovantes et la réalité de leur financement (nous reviendrons ultérieurement sur ce point, particulièrement essentiel) et de l'autre il enserme l'investisseur dans un certain nombre de conditions strictes qui lui ôtent toute souplesse lors de ses choix d'investissement.

Cette volonté de favoriser l'investissement de long-terme a ainsi pour conséquence l'instauration de conditions ayant tout de règles anti-abus, l'abus pouvant ici être caractérisé par des opérations purement spéculatives de la part des investisseurs. Cette préoccupation a une cohérence lorsque l'on adopte une démarche comparative : on s'aperçoit alors que dans de nombreux pays les plus-values résultant d'opérations qualifiées de « spéculatives » sont plus lourdement taxées que les autres¹⁴². Le problème est à notre sens double ici toutefois : 1) il ne s'agit pas d'un régime de droit commun de plus-values de cession de titres mais de régimes dérogatoires en vue de favoriser le capital-risque, ce qui suppose que la logique adoptée ne soit ici pas identique et 2) le fait que la durabilité de l'investissement soit en plus appréciée par deux conditions cumulatives : la durée de détention d'une part et le seuil de participation de l'autre, les deux étant appréciés de manière fixe et stricte ce qui vient ôter beaucoup de la souplesse nécessaire à tout choix d'investissement (et en particulier au capital-risque qui n'est pas, rappelons-le, la branche du capital-investissement la plus rentable) et rend complexe l'accès au bénéfice de ces régimes dérogatoires.

Outre la rigidité induite par cette logique anti-abus, il avait été mentionné précédemment ce qui apparaissait à notre sens comme le véritable problème de cette démarche du législateur : en voulant assigner aux régimes dérogatoires ce double objectif, celui-ci a – nous semble-t-il – en partie négligé la notion de « risque » devant pourtant y être cardinale. Il s'agit en effet par l'intermédiaire de ces régimes d'utiliser la fiscalité comme outil de compensation du risque afin de favoriser celui-ci : en imposant moins lourdement les opérations à risque, la fiscalité compense en partie ce risque pris par l'investisseur et par là a pour but d'inciter à cette prise de risque. Le problème apparaissant alors est de savoir comment s'apprécie le risque du point de vue de l'investisseur afin d'établir des régimes dérogatoires qui le compensent au mieux¹⁴³. La réponse à ce problème est à la fois simple et complexe. Simple

¹⁴² Voir exemples de la Belgique et du Luxembourg évoqués précédemment.

¹⁴³ Et ce, dans l'optique d'uniqueusement favoriser les investisseurs prenant un risque réel.

car il apparaît rapidement que, si l'on prend une définition du risque tel que celui-ci est une coexistence entre un aléa¹⁴⁴ et un enjeu¹⁴⁵, alors le risque pris par l'investisseur est uniquement lié à l'entreprise faisant l'objet de l'investissement : quelle est ainsi la probabilité que celle-ci échoue ? Qu'elle croisse rapidement et constitue un succès permettant à l'investisseur d'opérer une plus-value substantielle ? Le risque, rapporté à l'investisseur, peut ainsi être schématisé par le ratio suivant : probabilité d'échec de l'entreprise/probabilité d'une plus-value supérieure à un investissement plus classique (investissements dans des entreprises plus mûres qui ne peuvent donc offrir des perspectives de gains comparables à ceux permis par une jeune entreprise innovante ayant réussi¹⁴⁶). La réponse est toutefois également complexe en ce qu'il s'agit, dès lors que l'on se place uniquement dans cette approche de prise en compte du « risque » au niveau de l'entreprise dans laquelle l'investissement a lieu, de déterminer ensuite les critères juridiques pertinents en vue de qualifier ce risque.

La difficulté est grande, en ce que les limites même de la fiscalité – voire du Droit, pourrions-nous ajouter – y apparaissent : comment ainsi appréhender par des critères fixes et chiffrés une notion aussi mouvante que celle de « risque » ? Il faut d'emblée reconnaître que la saisie d'un tel concept par ce type de critères ne peut par définition qu'être partielle. Cependant, rappelons que l'enjeu est ici d'utiliser la fiscalité comme outil de compensation à ce risque pris par l'investisseur. Si l'on s'en réfère à la définition du Petit Larousse de 1989, « compenser », c'est « équilibrer un effet par un autre, neutraliser un inconvénient par un avantage »¹⁴⁷. Viennent donc avec la notion de « compensation » celles « d'équilibre » et, peut-être plus important encore, « d'estimation ». Il ne s'agira donc pas de saisir entièrement la notion même de « risque » par la fiscalité, l'objectif est illusoire, mais bien d'essayer d'en estimer les contours au niveau de l'entreprise dans laquelle a lieu l'investissement (existe-t-il ainsi des critères au niveau de l'entreprise qui rendent son échec plus probable ?) en vue d'opérer, pour reprendre la définition précédente, une neutralisation d'un inconvénient par un

¹⁴⁴ Il existe un aléa lorsque les conséquences de l'action ne sont pas totalement prévisibles.

¹⁴⁵ L'enjeu consiste en une situation où il y a un espoir de gain et/ou la crainte d'une perte.

¹⁴⁶ Le prix d'acquisition dans ces entreprises matures étant largement supérieur en effet, la plus-value réalisée lors de leur cession (sachant qu'une entreprise mature ne peut en plus afficher des taux de croissance similaires à ceux d'une jeune entreprise innovante qui réussit à ses débuts, et donc que l'écart entre le prix de cession et celui d'acquisition y sera moins grand) sera par conséquent moins importante (non pas en valeur absolue, mais au regard du montant de la somme engagée initialement : possibilité de faire du « fois 10 » dans un cas, impossibilité dans l'autre).

¹⁴⁷ Dans le même esprit, le Dictionnaire de l'Académie Française de 1814 nous offre l'étymologie du terme : « compensare » en latin, terme résultant de l'addition du préfixe « cum » (« avec ») et du supin « pensum » (« peser »). Littéralement « peser avec », ce dictionnaire nous en offre la définition suivante ensuite : « *faire une estimation par laquelle une chose tient lieu du prix de l'autre* ».

avantage. L'enjeu nous paraît en plus de taille : il s'agit en effet de faire profiter des régimes dérogatoires en faveur du capital-risque uniquement aux véritables acteurs du capital-risque, et non à des acteurs du capital-investissement qui bénéficieraient d'une approche fiscale trop large de la notion de capital-risque. Il s'agit donc, in fine, de définir fiscalement les critères du capital-risque afin que les investissements les plus favorisés fiscalement ne se portent que sur les jeunes entreprises innovantes : de cette manière peut-être le régime fiscal des plus et moins values de cession de titres permettra-t-il d'en finir avec cet « equity gap » précédemment évoqué qui découle notamment d'une arrivée trop tardive des fonds de capital-risque (mais en sont-ils alors réellement ?) dans la chaîne de financement des start-up.

La nécessité d'une prise en compte du risque au niveau de l'entreprise faisant l'objet de l'investissement ayant ainsi été posée, nous allons désormais nous pencher sur la manière dont le législateur l'a pris en compte au sein des régimes dérogatoires mis en place en faveur du capital-risque. Ce travail sera effectué dans une double optique, correspondant à une approche en deux temps : apprécier la pertinence des conditions utilisées par le législateur pour définir la jeune entreprise innovante d'une part, réfléchir à la manière de rendre la notion de « risque » (telle qu'elle aura été déterminée dans le premier temps) plus centrale au niveau des conditions pour bénéficier des régimes dérogatoires de l'autre.

B. Quelle appréciation de la notion de « risque » au niveau de la jeune entreprise innovante ?

Il va ici être vu dans un premier temps que le législateur a, au regard des besoins des jeunes entreprises innovantes, adopté une approche insuffisamment stricte de la notion même de « jeune entreprise innovante », empêchant par là une prise en compte effective du risque par les régimes dérogatoires au régime général des plus-values de cession de titres (1). Ce constat posé, nous nous intéresserons ensuite à la manière de donner à la notion de « risque » une plus grande importance au sein de ces régimes de faveur, dans l'optique de mieux répondre aux besoins en financement des jeunes entreprises innovantes (2).

- 1) Une approche insuffisamment stricte de la notion de « jeune entreprise innovante » par le législateur

Le premier constat pouvant être effectué est que les conditions relatives entreprises au sein desquelles ont lieu l'investissement ne sont pas identiques parmi les régimes de faveur mis en place (ou ayant été mise en place, puis abrogés) en faveur du capital-risque. Il peut ainsi être identifié trois grands types de critères servant de conditions à ces régimes de faveur au niveau de l'entreprise : l'âge de celle-ci, sa taille et son rapport à l'innovation. Si l'on s'intéresse en premier lieu au critère de l'âge de l'entreprise, on s'aperçoit qu'il existe des différences. S'agissant de l'abattement majoré figurant au 1 quater A de l'article 150-0 D du CGI, l'entreprise doit avoir été créée depuis moins de dix ans. Pour les FCPR, FCPI, FIP et SCR dits « fiscaux » (et les avantages fiscaux qui en découlent pour leurs investisseurs personnes physiques et personnes morales), aucune condition relative à l'âge de l'entreprise n'est exigée. S'agissant de l'ancienne exonération des PV réalisées par des particuliers lors de la cession de titres de jeunes entreprises innovantes (7° du III de l'article 150-0 A du CGI), celles-ci devaient avoir été créées depuis moins de huit ans. Pour l'ancien report d'imposition figurant au 1 du I de l'article 150-0 C du CGI, le réinvestissement du produit de la cession devait être fait dans une société créée depuis moins de quinze ans. Enfin, s'agissant du nouveau report mis en place par la LFR pour 2016 (Compte PME Innovation), les titres pour bénéficier du report doivent l'être d'une société créée depuis moins de dix ans tandis que le réinvestissement du montant de la plus-value doit l'être dans une société dont ce n'est pas ici l'âge en tant que tel qui est apprécié, mais la date de sa présence sur le marché qu'elle occupe (soit aucun marché encore, soit depuis moins de sept ans après sa première vente commerciale). Il est à noter que tous ces régimes s'attachent à la date de création réelle et non à la date de création juridique de l'entreprise, raison pour laquelle celles nées de restructurations, concentrations ou fusions ne sont pas prises en compte. On note malgré tout une importante disparité selon ces régimes de faveur : absence de prise en compte de l'âge pour les fonds de capital-risque, durée de huit, dix ou 15 ans s'agissant des PV réalisées par des particuliers et une condition relative à la date présence sur son marché pour l'entreprise dans le cas du compte PME Innovation.

S'agissant du deuxième critère, soit celui de la taille de l'entreprise, un critère a minima les rassemble tous : il doit s'agir de sociétés non cotées¹⁴⁸. La plupart des dispositifs vont

¹⁴⁸ Il existe toutefois trois nuances à ce principe concernant les fonds de capital-risque dits « fiscaux », nous les rappelons ici : la première étant que la législation n'impose qu'une détention de 50% dans des sociétés non cotées pour les FCPR et SCR dits « fiscaux » et 70% pour les FIP et FCPI dits « fiscaux » et non l'intégralité des sociétés détenues dans le portefeuille titre du fonds, la deuxième étant que dans ces quotas exigés de 50% ou 70% d'entreprises non cotées, 20% peuvent être des sociétés de petite capitalisation boursière (celle-ci devant

cependant plus loin en exigeant que la société soit une PME au sens communautaire¹⁴⁹ : c'est le cas des FCPI et FIP dits « fiscaux », de l'abattement majoré pour durée de détention, de l'ancienne exonération pour les PV réalisées lors de la cession de titres de jeunes entreprises innovantes et enfin de tous les différents types de sociétés concernées par le report du compte PME Innovation (société dont les titres sont cédés et placés en report d'imposition et société dans laquelle la PV est réinvestie). Enfin, s'agissant du troisième critère, soit la place accordée à l'innovation par l'entreprise, la situation est là aussi contrastée selon les régimes de faveur : seuls les FCPI dits « fiscaux », le mécanisme de report instauré par le Compte PME Innovation et l'ancien régime relatif aux cessions de jeunes entreprises innovantes réalisées par des particuliers la prennent en compte. Il n'en existe donc plus que deux aujourd'hui. Cette prise en compte de l'innovation peut, si l'on regarde les conditions relatives à ces deux dispositifs de faveur, se faire de cinq manières¹⁵⁰. S'agissant donc de la nature de l'activité de l'entreprise, le seul point commun à tous ces régimes de faveur est dicté par une logique anti-abus : il s'agit que l'activité de l'entreprise soit effective¹⁵¹.

Plusieurs remarques peuvent être faites à la suite de l'étude de ces trois critères. La première consiste à se questionner sur la pertinence de ces trois critères retenus par le législateur. Est-ce que plus une entreprise est petite, plus elle est jeune et plus elle innove et plus celle-ci rend l'investissement risqué ? Il est probable que chacun de ces trois éléments pris isolément rende l'investissement plus risqué, mais là n'est toutefois pas la question nous intéressant. En effet, il s'agit dans ce travail de recherche de s'intéresser aux jeunes entreprises innovantes, qui sont une combinaison de ces trois critères. Etant désormais prouvé que ces jeunes entreprises innovantes ont un taux d'échec bien plus important que les entreprises de secteurs plus classiques¹⁵², il apparaît que l'investissement dans une entreprise combinant ceux-ci est un

être inférieure à 150 millions d'euros) et enfin la troisième consistant en ce que les titres acquis de sociétés non cotées qui deviennent cotées par la suite restent dans les quotas exigés pendant une durée de cinq ans.

¹⁴⁹ Rappelons ici qu'une PME au sens communautaire est une entreprise employant moins de 250 salariés, réalisant soit un chiffre d'affaires annuel inférieur à 50 millions d'euros, soit un total de bilan inférieur à 43 millions d'euros. De plus, il est à rajouter qu'un dépassement de seuil n'y a d'effet qu'après 2 exercices consécutifs.

¹⁵⁰ Nous renvoyons ici à l'étude des conditions effectuée précédemment : d'une part pour les FCPI dits « fiscaux » (il y alors deux conditions cumulatives d'innovation telles qu'énoncées par l'article L214-30 du Code monétaire et financier) et de l'autre pour les sociétés bénéficiant du réinvestissement de la PV en report dans le mécanisme du Compte PME Innovation (une seule condition est ici exigée, condition posée à l'article 885 0 V bis du CGI (l'article 150-0 B quinquies effectuant en effet un renvoi à cet article).

¹⁵¹ Celle-ci doit ainsi exercer une activité industrielle ou commerciale et ne pas être située dans un ETNC.

¹⁵² Ce taux d'échec bien plus important peut notamment s'expliquer par les travaux de l'économiste américain Frank Knight. Celui-ci a ainsi opéré une distinction entre risque et incertitude : en utilisant le vocabulaire des probabilités, Knight a défini le risque comme un futur dont la distribution d'états possibles est connue. Si l'on place par exemple trois boules vertes et deux boules rouges dans une urne, on connaît le 'risque' de tirer une

investissement par essence risqué. Le législateur a donc été en partie cohérent en s'appuyant sur ceux-ci. En partie seulement toutefois, et c'est là que nous en venons à notre deuxième remarque.

Il apparaît en effet paradoxal d'observer, alors même que l'innovation est censée être la notion constituant le cœur des entreprises financées par le capital-risque du fait du risque qu'elle engendre¹⁵³, de relever qu'il n'existe aujourd'hui que deux des régimes institués en faveur du capital-risque qui prennent cette notion en compte (les FCPI dits « fiscaux » et le Compte PME Innovation). Le paradoxe semble encore plus complet dès lors que l'innovation a été reconnue de longue date d'utilité générale par les économistes ainsi que par les politiques. Cela nous paraît d'autant plus regrettable que l'appréciation de l'innovation par le législateur est souple et pertinente : loin ainsi de la cantonner à la seule recherche et développement¹⁵⁴, il y laisse en effet aux entreprises plusieurs autres possibilités comme nous l'avions montré auparavant, dont celle de se justifier du caractère innovant de leur démarche auprès d'un établissement ayant une réelle compétence pour l'apprécier (BPI France)¹⁵⁵. Il serait donc à notre sens cohérent – dès lors que ces régimes de faveur ont pour finalité de compenser la prise de risque de l'investisseur et que cette prise de risque découle en grande partie du caractère innovant ou non de l'entreprise – de généraliser à l'ensemble de ces régimes cette condition d'innovation.

S'agissant des deux autres critères, nous avons auparavant pointé le fait que les deux principaux problèmes dans la chaîne de financement des jeunes entreprises innovantes provenaient d'une arrivée insuffisamment rapide des investisseurs du palier supérieur, créant par là des périodes transitoires lors desquelles de nombreuses start-ups se voyaient mises en difficulté : Business Angels tardant dans un premier temps après la Love Money, fonds de capital-risque tardant après la phase financée par les Business Angels. Il apparaît à cet égard

boule verte (60%). L'incertitude « knigthienne », en revanche, correspond à un futur dont la distribution d'états est non seulement inconnue, mais impossible à connaître : on ne connaît pas le nombre de boules à l'intérieur de l'urne, et encore moins leurs couleurs (on ne sait d'ailleurs même pas s'il y a des boules et s'il y a une urne). La conclusion qui s'en tire est que, tandis que les acteurs des marchés établis agissent en situation de risque, les start-ups dans des environnements « en rupture » font face à une situation d'incertitude « knightienne » : le risque pris par l'entrepreneur tout comme par son investisseur est alors à ce point démultiplié du fait de l'inconnu qu'il devient incertitude. L'on peut conclure de ce raisonnement que l'innovation est par essence le principal facteur de risque.

¹⁵³ Voir note de bas de page n°158 sur cette question.

¹⁵⁴ Rappelons en effet ici la vision « schumpeterienne » de l'innovation, énoncée au début de l'introduction. Cette innovation peut ainsi prendre selon lui 5 formes : innovation de produits, innovation de procédés, innovation de modes de production, innovation de débouchés et innovation de matières premières.

¹⁵⁵ Il est à noter que le législateur, par ce renvoi à BPI France, s'exonère d'une difficile – et forcément réductrice – qualification fiscale de toutes les formes d'innovation.

que les conditions tenant à l'âge et à la taille de l'entreprise sont insuffisantes pour inciter ces acteurs du capital-risque à investir plus tôt (alors même que c'est cela qui rend l'investissement risqué et donc justifie un régime de faveur). Le fait pour un fonds commun de placement à risque dit « fiscal » ou pour une société de capital-risque dite « fiscale » de n'avoir ainsi que 50% d'investissements à faire dans des sociétés non cotées (avec en plus les deux nuances à cette condition déjà peu stricte évoquées précédemment¹⁵⁶) ne permet pas, à notre sens, de faire de ces fonds de réels fonds de capital-risque. Il s'agit ainsi plus de capital-investissement classique (la condition de PME au sens communautaire n'y étant même pas imposée, l'investissement peut ainsi se faire dans de grosses sociétés non cotées qui n'ont donc plus rien de « jeunes entreprises innovantes »). S'agissant des deux autres types de fonds de capital-risque dits « fiscaux » (FCPI et FIP) créés ultérieurement, il est tout d'abord intéressant de noter que la condition de détention de 60% de titres de PME au sens communautaire non cotées qui existait auparavant a été relevée à 70% à partir du 1^{er} janvier 2014, preuve que le législateur a entendu s'assurer que la majeure partie des titres de ces fonds servaient à financer les sociétés dont il entendait favoriser le financement. La question demeure cependant – et celle-ci s'applique à tous les autres régimes de faveur posant cette condition de PME au sens communautaire et des conditions d'âge de l'entreprise de moins de 10 ans (seul le régime abrogé concernant les jeunes entreprises innovantes spécifiquement exigeait en effet une création depuis moins de huit ans) – de savoir si ces conditions sont suffisamment restrictives pour favoriser l'investissement dans les jeunes entreprises innovantes. Rappelons en effet que l'objectif de ces régimes de faveur est de compenser le risque pris par l'investisseur investissant dans ce type de structures. Nous ne nous plaçons donc pas ici dans une optique punitive de ces fonds, mais cherchons seulement à déterminer si l'on ne pourrait pas mieux faire correspondre à l'importance des avantages fiscaux mis en place par ces régimes de faveur l'importance du risque pris. Dès lors, n'y aurait-il pas matière à affiner cette qualification des entreprises au regard de leur taille et de leur âge afin de mieux prendre en compte le risque pris par l'investisseur et de favoriser un financement plus précoce de celle-ci ? Cette démarche paraîtrait cohérente, l'importance des seuils posés par la notion de PME au sens communautaire ainsi que la condition de création depuis dix ans nous éloignant en effet trop à notre sens de la notion de « jeune entreprise innovante » à proprement parler et nécessitant un affinement.

¹⁵⁶ Voir note de bas de page n°153 sur cette question.

C'est sur cette logique « d'affinement » des conditions permettant de bénéficier des régimes dérogatoires au régime de droit commun des PV de cessions de titres en faveur du capital-risque que nous allons maintenant nous pencher. En nous intéressant à d'éventuelles nouvelles conditions d'une part, mais surtout en nous penchant à travers leur prise en compte sur l'intégration de la notion de « risque » dans le mécanisme même de ces régimes de faveur.

2) Réflexions autour des possibilités d'intégration de la notion de « risque » dans le mécanisme même des régimes de faveur

Comme que nous l'avons pointé auparavant, il apparaît que c'est une logique anti-abus visant à favoriser un investissement de long-terme qui détermine la valeur des avantages offerts par les régimes de faveur, et non une logique se fondant sur la notion de risque. Ainsi en est-il de l'abattement majoré de du 1 quater A de l'article 150-0 A du CGI : ce qui y détermine les variations de la valeur de l'abattement (50%, 65% ou 85%) est la durée de détention des titres par le cédant et non des conditions relatives à l'entreprise dont les titres sont cédés. De même s'agissant des fonds de capital-risque dits « fiscaux » selon que l'on soit en présence d'investisseurs personnes physiques ou investisseurs personnes morales soumises à l'IS, la logique est la même. Ainsi, pour les investisseurs soumis à l'IS, la condition de l'exonération des distributions reçues par le fonds tient à ce que ces plus-values réalisées par le fond (qui ont été distribuées ensuite) le soient à partir de cession de titres de participation et non de simples titres. Ces titres de participation étant caractérisés tant par une durée de détention (2 ans) que par un seuil minimal de participation au sein de la société dont les titres sont cédés (5%), une logique anti-abus visant à favoriser un investissement de long-terme est là aussi au cœur du mécanisme de l'exonération. Pour les investisseurs personnes physiques, l'esprit du dispositif repose sur cette même volonté de favoriser le long-terme : la condition pour bénéficier d'une exonération des distributions reçues par le fonds à partir des plus-values que celui-ci réalise ou des plus-values réalisées lors de la cession des parts du fonds tient ainsi à ce que le particulier ait détenu ces parts pendant 5 ans (et ait sans cesse réinvesti les gains opérés dans le fonds pendant cette durée de 5 ans)¹⁵⁷.

Il apparaît à notre sens que la combinaison de ces deux éléments que sont d'un côté l'absence d'une définition suffisamment stricte de la notion de « jeune entreprise innovante » au sein

¹⁵⁷ Il est à rajouter que cette condition de détention des titres de 5 ans est nécessaire aussi pour que les investisseurs soumis à l'IS du fonds voient leur PV exonérée lors de la cession des parts du fonds.

des conditions pour bénéficier des régimes de faveur et de l'autre le fait que les dispositifs de faveur fonctionnent eux-mêmes sur la base d'une logique anti-abus visant à favoriser le long-terme permet en partie d'expliquer les insuffisances de financement dont souffrent les jeunes entreprises innovantes et que nous avons pointées précédemment. Ce constat opéré, il importe de se questionner sur la manière dont ces dispositifs de faveur pourraient évoluer afin de permettre – par le biais de la fiscalité donc – de faciliter ce financement. A ce titre, il nous paraît qu'il faille bien plus intégrer la notion de risque dans ces régimes de faveur en optant pour une double approche complémentaire : affiner la notion de « jeune entreprise innovante » au sein des conditions dans un premier temps, puis utiliser cet affinement pour replacer l'entreprise au sein de laquelle a lieu l'investissement – et donc le risque puisque celui-ci est uniquement corrélé à l'entreprise – au cœur de ces dispositifs de faveur en faisant ainsi le lien suivant : plus l'entreprise présente des risques (au regard des trois critères de la taille, l'âge et le rapport à l'innovation), plus l'avantage fiscal offert doit être important. En conservant, bien sûr, une condition au regard de la durée de détention des titres afin de ne pas encourager les opérations à caractère purement spéculatif (mais en en faisant une simple condition anti-abus et non en plaçant la durée de détention comme critère central déterminant l'importance de l'avantage fiscal offert par le régime).

Il importe donc de se questionner sur la manière dont la notion de « jeune entreprise innovante » pourrait être affinée afin que seuls les investisseurs de celles-ci – soit ceux qui prendraient les risques les plus importants – bénéficient des avantages fiscaux les plus conséquents. Cet affinement se ferait au regard des trois critères combinés évoqués précédemment : la taille, l'âge et le rapport à l'innovation de l'entreprise. S'agissant de l'innovation, il nous paraîtrait pertinent que les conditions fixées pour les FCPI dits « fiscaux » ainsi que pour les sociétés bénéficiant du réinvestissement de la PV en report dans le cadre du Compte PME Innovation soient généralisées à l'ensemble de ces dispositifs de faveur¹⁵⁸. Cette mesure aurait en effet une double justification : 1) recentrer le capital-risque

¹⁵⁸ La question se posant toutefois serait alors de savoir si, parmi les cinq manières d'apprécier l'innovation telles qu'elles sont posées par l'article L214-30 du Code monétaire et financier (régime des FCPI dits « fiscaux »), il en faudrait deux cumulatives (c'est le cas pour les FCPI dits « fiscaux ») ou si une seule suffirait (cas pour le régime du Compte PME Innovation (par renvoi à l'article 885 O V bis du CGI)). La méthode retenue pour le régime fiscal des FCPI dits « fiscaux » de deux conditions cumulatives selon le modèle « une parmi les deux premières conditions proposées », puis « une parmi les trois dernières proposées » nous paraît toutefois pertinente en ce qu'elle recouvre les deux facettes à apprécier de l'innovation chez une « jeune entreprise innovante » : le caractère innovant du produit d'une part, le caractère récent de la démarche innovante de l'autre (appréciation de la date de présence sur son marché de l'entreprise). Ce serait donc ce modèle, tel qu'il est exposé aux c et d du 1 du I de l'article L214-30 du Code monétaire et financier, qu'il nous paraîtrait pertinent de généraliser à l'ensemble de ces dispositifs de faveur pour apprécier le caractère innovant de l'entreprise.

sur le financement de l'innovation (son rôle initial) et non sur des entreprises de secteurs plus classiques (ou des entreprises redevenues plus classiques après une période d'innovation) et 2) faire correspondre les avantages fiscaux à ce financement de l'innovation (qui est elle-même – nous l'avions montré à travers les travaux de l'économiste Franck knight notamment – grande créatrice de risque, les avantages fiscaux mis en place correspondraient ainsi davantage au risque pris par les investisseurs). Il ne nous paraît toutefois pas pertinent d'établir un « affinement » de l'innovation selon lequel plus une entreprise innoverait, plus l'avantage fiscal serait conséquent du fait de la trop importante subjectivité de la notion qui empêche toute classification trop précise¹⁵⁹.

Il s'agit donc de se tourner vers la taille et l'âge de l'entreprise au sein de laquelle a lieu l'investissement pour définir les critères justifiant les variations dans la valeur des avantages offerts par les régimes dérogatoires. Il apparaîtrait pertinent pour ce faire de combiner ces deux éléments et que ce soit leur évolution – à laquelle, rappelons-le, il faut ajouter une condition de rapport à l'innovation qui resterait, elle, égale – qui justifie les variations. Comment établir cet affinement ? S'agissant du critère de la taille, il est intéressant de se pencher sur la classification des entreprises effectuée selon ce critère par l'Union Européenne puis reprise en France : ainsi, dans le règlement CEE du 15 mars 1993 (appliqué en France par la publication d'un décret le 18 décembre 2008¹⁶⁰) et dans le règlement de la Commission du 6 août 2008¹⁶¹ (dont la classification est par exemple reprise en France dans le décret n°2009-245 du 2 mars 2009 qui définit ce qu'il faut entendre par petites et moyennes entreprises, dans la réglementation applicable à la commande publique) est-il opéré la classification suivante, suivant trois types de caractéristiques (nombre de salariés, chiffre d'affaires et total de bilan) :

¹⁵⁹ Décortiquer différents niveaux d'innovation paraît en effet bien complexe et il n'est à ce titre pas du tout certain que la mesure serait productive. Si l'on ne tient en plus pas à fixer des niveaux d'innovation stricts par la loi (ce qui serait très délicat du fait des nombreuses facettes de l'innovation), il faudrait alors demander à BPI France de classer elles-mêmes les entreprises selon des cases fonction des avantages fiscaux : entreprise innovante, très innovante, extrêmement innovante... L'idée ne nous paraît là non plus pas excellente : la subjectivité de telles classifications risquant d'amener à un pouvoir d'appréciation absolument discrétionnaire de la part de cet organisme, appréciation discrétionnaire qui pourrait créer des inégalités entre les contribuables et se voir ainsi contestée au regard du principe d'égalité (Article 13 DDHC).

¹⁶⁰ Décret n° 2008-1354 du 18 décembre 2008 « *relatif aux critères permettant de déterminer la catégorie d'appartenance d'une entreprise pour les besoins de l'analyse statistique et économique* ».

¹⁶¹ Règlement n°800/2008/CE déclarant certaines catégories d'aides compatibles avec le marché commun, en application des articles 87 et 88 du traité (Règlement général d'exemption par catégorie).

- Très Petite Entreprise (ou micro-entreprise¹⁶²) : nombre de salariés inférieur à 10 personnes et chiffre d'affaires (CA) ou total de bilan annuel devant être inférieur à 2 millions d'euros ;
- Une Petite Entreprise : nombre de salariés inférieur à 50 personnes et CA ou total de bilan annuel devant être inférieur à 10 millions d'euros ;
- Une PME au sens communautaire : nombre de salariés inférieur à 250 personnes et CA inférieur à 50 millions d'euros ou total de bilan annuel inférieur à 43 millions d'euros.

Ainsi que nous l'avons pointé, les dispositifs de faveur ne prennent dans leur conditions en compte que la PME au sens communautaire, ignorant cette classification plus précise. Au regard des critères larges de cette PME au sens communautaire et du besoin en financement plus précoce des jeunes entreprises innovantes, il nous paraîtrait au contraire plus pertinent de prendre cette classification – en la couplant avec le critère de l'âge – afin d'établir de nouveaux critères pour les régimes de faveur. S'agissant de ce critère de l'âge, il nous paraît intéressant de nous référer à une étude réalisée par Bain & Company et Raise France publiée le 19 mars 2015 sur « L'accompagnement des jeunes entreprises de croissance française ». Celle-ci relève ainsi que l'écosystème français est défaillant pour les entreprises de 2 à 5 ans (au bout de 5 ans, le taux de défaillance en France est de 52%) : il apparaît donc que les « incitations à la sortie » reposant aujourd'hui toutes sur une condition de création de l'entreprise depuis moins de 10 ans (lorsqu'il y a une condition d'âge, ce qui n'est en plus pas toujours le cas) n'incitent pas à régler les problèmes de financement de jeunes entreprises innovantes bien plus jeunes. Dans cette perspective, un étalonnage corrélé sur la classification en fonction de la taille décrite auparavant paraîtrait cohérent¹⁶³ : création depuis moins de 3 ans pour les TPE, création depuis moins de 5 ans pour les Petites Entreprises¹⁶⁴ et depuis moins de 8 ans pour les PME au sens communautaire.

¹⁶² Il ne faut toutefois pas confondre cette classification de « Très Petite Entreprise » ou « micro-entreprise » telle qu'elle est faite ici en s'intéressant aux sources communautaires avec le régime fiscal spécifique des micro-entreprises français tel qu'il est défini par l'article 50-0 B du CGI, celui-ci ne recouvrant pas les mêmes réalités.

¹⁶³ L'une des conclusions qui peut en effet être tirée de cette étude consiste en ce qu'une start-up voit sa croissance augmenter rapidement ou échouer. C'est la conséquence de leur « scalabilité ». De ce paradigme propre à ce secteur ressort un rapport au temps bien plus resserré qui doit à notre sens pousser les régimes de faveur à inciter les investisseurs à investir dans les jeunes entreprises innovantes plus tôt, au moment où « la bataille se joue » en somme (et donc au moment où les jeunes entreprises innovantes en ont besoin). Il s'agit donc d'éviter une distorsion entre le temps de l'entreprise innovante et le temps de l'entrepreneur, distorsion ayant à notre sens trop longtemps été entretenue du fait de la largesse des conditions relatives à l'âge de l'entreprise bénéficiaire.

¹⁶⁴ Cette condition de création de la société depuis moins de 5 ans est d'ailleurs déjà utilisée pour bénéficier de l'avantage du dispositif Madelin (IR-PME) selon le 3° du II de l'article 239 bis AB.

Cet « affinement » des conditions liées aux jeunes entreprises innovantes effectué, nous allons maintenant présenter leur application au sein des différents régimes de faveur étudiés lors de ce travail de recherche. Si l'on s'intéresse ainsi dans un premier temps à l'abattement majoré du 1 quater A de l'article 150-0 A du CGI, celui-ci pourrait donc fonctionner comme suit si l'on choisissait de conserver ses seuils actuels : 1) abattement de 50% de la plus-value de cession de titres si la société dont les titres sont cédés est une PME au sens communautaire, a été créée depuis moins de 8 ans¹⁶⁵ à la date d'acquisition des titres et respecte les conditions précédemment évoquées quant à son rapport à l'innovation ; 2) abattement de 65% de la PV réalisée si la société dont les titres sont cédés est une Petite Entreprise au sens communautaire, a été créée depuis moins de 5 ans à la date d'acquisition des titres et justifie de son approche innovante et enfin 3) 85% de la PV réalisée si la société est une TPE ou « micro-entreprise » au sens communautaire, a été créée depuis moins de 3 ans à la date d'acquisition des titres et justifie de son approche innovante. Ainsi, l'avantage offert par ce régime de faveur serait à notre sens bien plus proportionnel au risque pris par l'investisseur (Business Angel ici) et inciterait celui-ci à investir plus précocement. Rajoutons qu'une durée de détention minimale des titres d'un ou deux ans pourrait être posée afin d'éviter les opérations purement spéculatives¹⁶⁶.

S'agissant des régimes de faveur relatifs aux fonds de capital-risque, deux propositions – alternatives – nous paraissent pertinentes en vue de mieux faire correspondre les risques pris aux avantages offerts par les régimes de faveur. Dans la première proposition, il nous paraîtrait cohérent de conserver les mêmes principes que ceux énoncés plus haut quant aux régimes de faveur des investisseurs de ces fonds (qu'ils soient soumis à l'IS ou qu'il s'agisse de particuliers personnes physiques), bien que cela introduise un indéniable élément

¹⁶⁵ Ces deux conditions sont ici identiques à celles qui figuraient dans l'ancien dispositif visant à exonérer les PV réalisées par des particuliers lors de la cession de titres de jeunes entreprises innovantes (7% du III de l'article 150-0 A du CGI).

¹⁶⁶ La pertinence de cette logique anti-abus s'attachant à la durée de détention a d'ailleurs notamment été critiquée par les auteurs de l'étude de l'Institut Montaigne réalisée en septembre 2013 sur le thème de « **Mettre enfin la fiscalité au service de la croissance** ». Ainsi peut-on y lire que « *Le nouveau régime d'imposition mis en place réduit la taxation à mesure que s'allonge la durée de détention, ce qui revient opposer la création de valeur sur le long terme et celle sur le court terme. Or, l'économie française a autant besoin d'entreprises (notamment familiales) qui se construisent sur plusieurs générations que d'entreprises qui se transforment, se structurent, changent de propriétaires rapidement. Si l'objectif est de décourager la spéculation à très court terme, une proposition simple serait de tout simplement taxer davantage les plus-values réalisées sur les marchés réglementés : les investissements dans les jeunes entreprises non cotées sont de toute façon illiquides et ne permettent pas des comportements d'achat et de revente avec un horizon très court* ».

supplémentaire de complexité au sein de ces régimes. Si l'on se penche ainsi dans un premier temps aux investisseurs soumis à l'IS de ces fonds dits « fiscaux », il pourrait être intéressant de supprimer l'exonération totale dont ceux-ci bénéficient sur les distributions reçues provenant des plus-values réalisées par le fonds lors de la cession de titres de participation en la remplaçant par un régime d'abattement qui serait là aussi fonction du risque pris par le fonds (et donc indirectement par eux, élément d'autant plus vrai que ces fonds fonctionnent selon un régime de « transparence fiscale ») : 1) abattement de 65% de la distribution réalisée à partir de la PV réalisée par le fonds à l'occasion de la cession de titres d'une PME (respectant les critères énoncés précédemment, en précisant bien qu'il s'agissait d'une PME à la date d'acquisition) ; 2) abattement de 85% de la distribution réalisée à partir de la PV réalisée par le fonds à l'occasion de la cession de titres d'une Petite Entreprise (respectant les critères énoncés précédemment, en précisant bien qu'il s'agissait d'une Petite Entreprise à la date d'acquisition) ; 3) exonération totale de la distribution réalisée à partir de la PV réalisée par le fonds à l'occasion de la cession de titres d'une TPE ou « micro-entreprise » au sens communautaire (respectant les critères énoncés précédemment, en précisant bien qu'il s'agissait d'une TPE à la date d'acquisition)¹⁶⁷.

De même, cette logique pourrait être transposée aux PV réalisées lors de la cession des parts du fonds par les investisseurs de celui-ci soumis à l'IS : en lieu et place de la double condition permettant l'exonération (détention de 5 ans et actifs du fonds correspondant à des titres de participation), le même traitement évoqué ci-dessus (relatif aux distributions) pourrait être appliqué aux PV résultant de ces cessions : abattement de 65% de la PV réalisée pour la fraction des actifs du fonds correspondant à des titres de PME (lors de leur acquisition), 85% pour la fraction des actifs du fonds correspondant à des titres de Petites Entreprises, etc. Une certaine durée de détention devrait être conservée (avec obligation de réinvestir les gains perçus pendant cette durée, comme c'est le cas actuellement), celle-ci restant à définir (l'objectif ici étant de substituer la condition relative aux titres de participation par une autre, davantage fondée sur le risque pris par le fonds). Enfin, il est à rajouter que cette même logique pourrait également être appliquée aux investisseurs personnes physiques de ces fonds qui n'ont qu'une seule condition à respecter pour être exonérés des gains perçus (distribution

¹⁶⁷ Cette différence de seuils avec l'abattement majoré du 1^{er} quater A de l'article 150-0 A du CGI peut s'expliquer par la différence de nature entre les Business Angels et les fonds de capital-risque : ceux-ci ayant jusqu'ici été habitués à investir plus tardivement (cf. schéma de la chaîne de financement des jeunes entreprises innovantes), il apparaît cohérent de leur offrir un avantage fiscal plus conséquent dès lors qu'ils investissent particulièrement tôt.

et PV lors de la cession des parts du fonds) à l'occasion de leur prise de participation dans ces fonds : celle de les conserver pendant 5 ans et de réinvestir dans ce fonds les gains perçus durant cette durée.

L'avantage principal de cette première proposition concernant les régimes de faveur relatifs aux fonds de capital-risque est qu'elle inciterait logiquement ces fonds à investir plus tôt dans la chaîne de financement des jeunes entreprises innovantes en vue d'offrir à leurs investisseurs les avantages fiscaux les plus conséquents (et donc de meilleurs retours sur investissement, la composante fiscale y étant en effet particulièrement importante). Il n'y aurait ainsi pas à les contraindre par un renforcement des conditions relatives à leurs investissements afin de bénéficier du régime fiscal favorable (exemple du quota d'investissement de 50% dans des sociétés non cotées pour les FCPR et SCR dits « fiscaux »), le mouvement ayant en effet de fortes chances de se faire naturellement. Les inconvénients seraient en revanche au nombre de deux : ils complexifieraient le régime d'une part¹⁶⁸ et alourdiraient l'imposition des investisseurs jusqu'à présent exonérés dans la plupart des cas. C'est la raison pour laquelle une seconde approche pourrait être retenue, plus simple : celle-ci consisterait à ne pas modifier le régime de faveur actuel pour les investisseurs dans ces fonds de capital-risque dits « fiscaux », mais à durcir les conditions pour que ces fonds bénéficient de ces avantages : ainsi pourrait-il être introduit dans les quotas exigés l'acquisition de titres de PME, Petites Entreprises ainsi que TPE dans une certaine proportion (l'introduction en plus d'une condition d'innovation ayant déjà été évoquée) afin de s'assurer que ces fonds ne fassent pas de capital-développement grâce à des conditions trop larges mais bien du capital-risque comme leur régime de faveur le sous-tend.

S'agissant maintenant du mécanisme du report (Compte PME Innovation), un possible resserrement des conditions relatives aux entreprises au sein desquelles la PV en report est réinvestie pourrait être effectué afin de mieux coller à l'objectif de ce texte qui est de favoriser le développement d'un important réseau de Business Angels en France. Ceux-ci investissant en principe relativement tôt dans la chaîne de financement des entreprises innovantes, il apparaît ainsi peu pertinent de placer comme condition de taille le fait d'être une PME au sens communautaire et de ne pas poser de condition relative à l'âge de

¹⁶⁸ Il s'agira en effet de déterminer à chaque distribution ou cession de parts du fonds quelle fraction du gain perçu correspond à la plus-value réalisée sur telle société du portefeuille de titres du fonds afin d'y appliquer le traitement fiscal correspondant.

l'entreprise. Si un échelonnement de l'avantage paraît ici complexe (il y a en effet sursis d'imposition ou non, permettre ainsi le sursis d'une partie seulement de la PV en fonction de l'entreprise dans laquelle a lieu le réinvestissement ne paraît pas forcément pertinent), un basculement de la condition de PME au sens communautaire à celle de Petite Entreprise¹⁶⁹ au sens communautaire aurait probablement un effet plus positif au regard des besoins des jeunes entreprises innovantes (une condition d'âge l'accompagnant aussi, celle de 5 ans retenue plus tôt pouvant s'insérer dans la même logique).

Il paraîtrait intéressant au-regard de notre objectif de proposer un nouveau régime de faveur destiné à un nouvel acteur du financement des jeunes entreprises innovantes, nouvel acteur étant appelé à prendre une place plus considérable à l'avenir : les entreprises. Ainsi trouverions-nous pertinent de faire coller le régime des PV de cession de titres lors d'un investissement direct dans une jeunes entreprise innovante de la part d'une entreprise plus mature au régime de faveur lorsque l'investissement se fait par l'intermédiaire d'un fonds de capital-risque dit « fiscal ». Aussi proposerions-nous d'exonérer totalement (sans réintégration de la QPFC de 12% donc) les PV de cession de titres réalisées par des entreprises lors de la cession de titres de jeunes entreprises innovantes. L'on pourrait dans ce cas conserver la condition de titres de participation, sans en faire toutefois la justification de cette exonération : celle-ci trouverait ainsi son fondement dans le fait que la société visée soit – au moment de la date d'acquisition des titres – une Petite Entreprise créée depuis moins de 5 ans ou, s'il s'agit de véritablement inciter ces entreprises à investir le plus tôt possible, une TPE créée depuis moins de 3 ans. Ce nouveau type « d'incitation à la sortie » pourrait ainsi permettre d'accélérer le développement du « Corporate Venture Capital » en France tout en favorisant la neutralité de notre système fiscal entre investissement direct et investissement intermédié.

Enfin, il serait à notre sens pertinent dans cette logique de prise en compte accrue du risque pris par l'investisseur de cesser de systématiquement exclure du bénéfice de ces régimes dérogatoires les prélèvements sociaux qui, comme nous l'avons pointé précédemment, ont été démultipliés depuis 1991. Ce maintien de ces prélèvements vient en effet faire à la fois perdre en efficacité à ces dispositifs de faveur, mais également leur faire perdre en cohérence. S'il s'agit en effet d'utiliser la fiscalité comme outil compensatoire au risque pris par

¹⁶⁹ Nombre de salariés devant être inférieur à 50 personnes et CA ou total de bilan annuel devant être inférieur à 10 millions d'euros.

l'investisseur, comment dès lors justifier une exception de cette ampleur à l'objectif pleinement affiché ?

Ainsi a-t-on pu voir dans ce chapitre une manière nouvelle de favoriser fiscalement les investisseurs dans le capital-risque, manière nouvelle rendue à notre sens nécessaire par les « trous » existant dans la chaîne de financement des jeunes entreprises innovantes. Ayant besoin d'investissements plus précoces, il est donc apparu pertinent de favoriser cela en proposant des régimes fiscaux dérogatoires au régime général des PV de cession de titres qui reposeraient sur de nouvelles bases. Ces nouvelles bases – laissant de côté la logique anti-abus jusqu'ici centrale parmi ces dispositifs – permettraient une meilleure prise en compte du risque au sein de ces régimes, et cela à deux niveaux : au niveau des conditions relatives aux sociétés au sein desquelles ont lieu les investissements d'une part, et en devenant la pièce centrale du mécanisme même de ces régimes de faveur de l'autre. Cette prise en compte nouvelle du risque au niveau de l'investisseur par la fiscalité – qui repose sur la logique selon laquelle ce risque dépend uniquement de l'entreprise au sein de laquelle a lieu l'investissement – se fonde sur trois critères : la taille de l'entreprise, son âge et son rapport à l'innovation. Ce sont sur ces fondements que nous avons entendu esquisser ces nouvelles propositions, la nécessité d'une prise en compte la plus fine possible de la notion de « risque » par la fiscalité nous paraissant en effet essentielle dès lors que l'on assigne à celle-ci l'objectif de servir d'outil de compensation de ce « risque » afin de servir l'intérêt général.

C'est d'ailleurs par le prisme de cette notion de « risque » que nous allons maintenant aborder le thème des « incitations à l'entrée » ; notre objectif étant en effet de proposer une réflexion globale sur la fiscalité relative à l'investissement dans les jeunes entreprises innovantes. Ainsi verrons-nous, après une succincte présentation de ces incitations, en quoi celles-ci peuvent faire l'objet de critiques, tant du point de vue de leur mise en œuvre actuelle que dans leur principe même.

Chapitre 2 : Les problèmes relatifs aux « incitations à l'entrée » justifiant l'appel à un recentrage sur les « incitations à la sortie »

Il sera ici fait dans un premier temps une présentation des trois « incitations à l'entrée » existant à l'heure actuelle en droit français, celles-ci présentant un certain nombre de

problèmes dans leur mise en œuvre (I). Cette présentation faite, il sera ensuite étudié en quoi le principe même des « incitations à l'entrée » est critiquable au regard de la notion de « risque », aboutissant à une logique de défiscalisation plus que d'investissement pertinent et justifiant par là-même un recentrage de l'attention du législateur sur les « incitations à la sortie » telles qu'elles viennent d'être proposées dans le chapitre précédent (II).

I. Présentation des trois « incitations à l'entrée » existantes ainsi que des différents problèmes relatifs à leur mise en œuvre

Il existe dans le droit français aujourd'hui trois « incitations à l'entrée » en faveur du financement des jeunes entreprises innovantes : le dispositif IR-PME (Madelin), le dispositif ISF-PME et le dispositif plus récent visant à favoriser le « Corporate Venture Capital » (A). La description de ces trois incitations opérées, nous nous pencherons ensuite sur les deux problèmes structurels que leur mise en œuvre suscite, ceux-ci étant les suivants : une rigidité empêchant les investisseurs initiaux de sortir alors même qu'il peut être de l'intérêt de l'entreprise qu'ils le fassent ainsi que leur difficile coexistence avec les « incitations à la sortie » (B).

A. Description des trois dispositifs constituant des « incitations à l'entrée »

1) Le dispositif IR-PME (Madelin)

En vertu de l'article 199 terdecies-0 A du CGI, les contribuables domiciliés fiscalement en France au sens de l'article 4 B du CGI¹⁷⁰ peuvent bénéficier, sous certaines conditions et dans la limite de certains plafonds, d'une réduction d'impôt sur le revenu au titre de leurs souscriptions au capital de PME non cotées. Cette réduction d'impôt sur le revenu, dite Madelin et datant de 1994, est égale à 18% des investissements réalisés, retenus dans la limite annuelle de 50 000 € pour un souscripteur célibataire, veuf ou divorcé ou de 100 000 € pour un couple marié ou lié par un pacs et soumis à imposition commune. L'économie d'impôt maximale est donc théoriquement de 18 000 euros. « Théoriquement » car il existe en effet un

¹⁷⁰ Il est précisé dans la doctrine administrative que « *que les contribuables non résidents (dits « non-résidents Schumacker »), assimilés à des personnes fiscalement domiciliées en France au sens de la jurisprudence de la CJUE (arrêt du 14 février 1995, affaire C-279/93, Schumacker), peuvent également bénéficier de la réduction d'impôt* ».

plafonnement global des niches fiscal, énoncé à l'article 200-A du CGI, qui est depuis 2013 de 10'000 euros (+18'000 euros pour les investissements Outre-Mer et dans le cinéma (Sofica)). Le total des avantages fiscaux ne peut donc pas procurer une diminution du montant de l'impôt dû supérieure à 10'000 euros. Il est à toutefois à noter que l'excédent éventuel est reportable sur les 4 années suivantes et ouvre droit dans les mêmes conditions à la réduction d'impôt.

La loi de finances rectificatives pour 2015¹⁷¹ a considérablement modifié ce dispositif en procédant, pour les souscriptions directes (et via des sociétés holdings) à compter du 1^{er} janvier 2016, à un alignement des conditions relatives à la PME dans laquelle a lieu l'investissement sur les conditions des sociétés éligibles au dispositif ISF-PME. Ainsi, alors que les PME (au sens communautaire) devaient avant cette réforme avoir été créées depuis moins de 5 ans et être en phase d'amorçage, de démarrage ou d'expansion¹⁷², elles doivent désormais avoir été créées depuis moins de 7 ans et la condition tenant à leur caractère nouveau est à trouver au niveau de l'article 885-0 V bis du CGI (relatif au dispositif ISF-PME). Elle doit ainsi remplir l'une des trois conditions suivantes : 1) elle n'exerce son activité sur aucun marché ; 2) elle exerce son activité sur un marché, quel qu'il soit, depuis moins de sept ans après sa première vente commerciale ; 3) elle a besoin d'un investissement en faveur du financement des risques qui, sur la base d'un plan d'entreprise établi en vue d'intégrer un nouveau marché géographique ou de produits, est supérieur à 50 % de son chiffre d'affaires annuel moyen des cinq années précédentes¹⁷³. Les autres conditions tenant à l'entreprise dans laquelle a lieu l'investissement ouvrant droit à cette réduction d'IR sont identiques à celles déjà énoncées pour les régimes dérogatoires au régime général de cession de titres et visent à garantir l'effectivité de l'activité de l'entreprise (soumise à l'IS ; activité industrielle, commerciale, artisanale, libérale ou agricole, non située dans un ETNC, etc). Afin de bénéficier de ce dispositif, le contribuable se doit en plus de conserver ses titres pendant une durée de 5 ans¹⁷⁴.

¹⁷¹ Loi n°2015-1786 du 29 décembre 2015.

¹⁷² Le b du VI quinquies de l'article 199 terdecies-0 A du CGI renvoyait, pour la définition de ces différentes phases, aux ligne directrices tracées au niveau européen concernant les aides d'État visant à promouvoir les investissements en capital-investissement dans les petites et moyennes entreprises (JO UE 2006/C 194/02).

¹⁷³ Rappelons ici que ces conditions sont identiques à celles nécessaires à l'entreprise bénéficiant du réinvestissement de la PV en report dans le cadre du Compte PME Innovation.

¹⁷⁴ Il est en plus à noter que les apports en numéraire ne peuvent pas être remboursés avant la fin de la 7^{ème} année suivant celle de la souscription (la durée était de 10 ans avant les modifications introduites par la Loi de Finances pour 2016).

S'agissant maintenant de l'avantage accordé lorsque l'investissement est intermédié, soit lorsque celui-ci est effectué par l'intermédiaire d'un fonds de capital-risque : il apparaît selon l'article 199 terdecies-0 A du CGI que l'investissement dans deux types de fonds spécifiques¹⁷⁵ permet une réduction d'IR avec des plafonnements spécifiques : l'investissement dans chacun de ces deux types de fonds est plafonné à 12'000 euros par individu et 24'000 euros par couple avec une réduction d'impôt de 18% (soit 4'320 euros de réduction possibles pour un couple et 2'160 euros possibles pour une personne seule). Cela permet donc pour un couple – étant donné que les réductions d'impôt pour les FIP et FCPI sont cumulables – de bénéficier d'une réduction d'IR au titre de ces investissements intermédiés lorsqu'il a investi dans chacun de ces deux fonds le plafond maximal de bénéficier d'une exonération d'IR de 8'640 euros par an. Le contribuable devra là aussi conserver ses titres pendant une durée de 5 ans sous peine de voir cet avantage fiscal remis en cause rétroactivement.

2) Le dispositif ISF-PME

La description va ici être succincte en ce qu'il existe beaucoup de points communs entre les mécanismes et conditions de ce dispositif et ceux du dispositif Madelin-PME. Rappelons toutefois ici le principe de ce mécanisme de réduction d'impôt. Ainsi, depuis la promulgation de la loi en faveur du travail, de l'emploi et du pouvoir d'achat (TEPA) du 21 Août 2007 (article 16), l'investissement au capital d'une PME permet aux contribuables redevables de l'ISF, sous certaines conditions, de bénéficier d'une réduction de leur impôt de solidarité sur la fortune (ISF) à hauteur de 50 % des montants investis dans la limite toutefois d'un plafonnement de 45'000 euros (tous dispositifs confondus (investissement direct et intermédié)). C'est ainsi ce régime venant d'être énoncé¹⁷⁶ qui s'applique lorsque l'investissement se fait directement ou par l'intermédiaire d'une société holding « animatrice »¹⁷⁷. Relevons en outre que s'agissant des sociétés éligibles à ce dispositif ISF-

¹⁷⁵ Il s'agit là des seuls FCPI et FIP dits « fiscaux », ceux-ci ayant été antérieurement décrits. Il est de plus à rajouter que les FIP spécialisés sur la région Corse sont soumis à un régime fiscal dérogatoire : ils ouvrent ainsi droit à une réduction exceptionnelle de 38% et non de 18%. De même, les FIP spécialisés dans les DOM sont soumis à un régime fiscal dérogatoire (pour les seuls résidents fiscaux des Départements et Régions d'Outre-Mer toutefois) : ils ouvrent ainsi droit à une réduction d'impôt exceptionnelle de 42% (au lieu de 18%).

¹⁷⁶ Régime figurant à l'article 885-0 V bis A du CGI.

¹⁷⁷ Afin de bénéficier du dispositif ISF-PME, il faut toutefois que la société holding soit une société holding « animatrice ». Beaucoup a été écrit sur les caractéristiques permettant de définir une holding « animatrice » du fait de l'importance que celle-ci joue en matière d'ISF et du caractère encore incertain de ses contours (absence de définition légale). Il n'est toutefois pas dans l'objet de ce mémoire de se pencher plus avant sur cette notion,

PME, il s'agit des mêmes¹⁷⁸ que celles énoncées auparavant dans le dispositif IR-PME puisque celui-ci s'est, à compter du 1^{er} janvier 2016¹⁷⁹, justement calqué sur ce régime ISF-PME.

S'agissant maintenant des investissements effectués par l'intermédiaire de fonds de capital-risque¹⁸⁰, il faut tout d'abord relever que les deux types de fonds éligibles à ce dispositif sont identiques aux deux éligibles pour le dispositif IR-PME : il s'agit ainsi des FIP et FCPI. La durée de détention des parts du fonds par le contribuable pour ne pas voir l'avantage fiscal offert remis en cause est là aussi similaire avec une durée de 5 ans et l'interdiction que ceux-ci fassent l'objet d'un remboursement d'apport avant la fin de la 7^{ème} année suivant celle de la souscription. La réduction d'ISF lors de l'investissement dans ces fonds est plafonnée à 20'000 euros (et 18'000 euros pour les fonds constitués depuis le 1^{er} janvier 2011), ce qui permet un montant de réduction maximal (pour les fonds constitués depuis le 1^{er} janvier 2011) de 36'000 euros en cas d'investissement dans ces deux types de fonds (l'avantage étant cumulable). Ce taux de réduction de 50% s'applique toutefois seulement sur le montant des versements nets de frais de souscription retenu à hauteur du pourcentage investi par le fonds dans des titres de PME éligibles à la réduction¹⁸¹. Il est à rajouter ici, preuve supplémentaire de la volonté du législateur de faire évoluer ce dispositif vers le soutien au financement des jeunes entreprises innovantes, que l'éligibilité au quota d'investissement, dans la limite de 20% de l'actif, des sociétés de petite capitalisation boursière (inférieure à 150 millions

aussi nous contenterons-nous de relever ici la définition qu'en a donnée l'administration fiscale. Selon elle, les holdings animatrices sont ainsi celles qui, outre la gestion d'un portefeuille de participations, *«participent activement à la conduite de la politique de leur groupe et au contrôle des filiales, et rendent le cas échéant et à titre purement interne au groupe des services spécifiques administratifs, juridiques, comptables, financiers ou immobiliers»* BOI-PAT-ISF-30-30-40-10 n°140.

¹⁷⁸ Celles-ci étant énoncées à l'article 885-0 V bis du CGI.

¹⁷⁹ Il est à noter ici que le dispositif ISF-PME lui-même avait été amené à évoluer avec la loi de finances rectificatives pour 2015 en vue de lui permettre de rester compatible avec la réglementation européenne sur les aides d'Etat (Règlement Général d'Exemption par Catégories (RGEC n°651/2014 – article 21) du 17 juin 2014), celle-ci poussant notamment à un recentrage de ce dispositif sur les jeunes entreprises innovantes, cela explique notamment pourquoi une condition d'âge y a été introduite (date de présence maximale de 7 ans sur le marché à compter de la première vente commerciale de l'entreprise) alors qu'aucune limite d'âge n'y figurait auparavant. Nous vous invitons, pour un approfondissement de ce rapport existant entre « incitations à l'entrée » et régime des aides d'Etat (comment ce second n'a de cesse d'influencer ce type d'incitations), à la lecture du Rapport Parlementaire du 16 septembre 2015 sur « L'investissement productif de long-terme » qui a traité en profondeur cette question.

¹⁸⁰ Ceux-ci représentent, selon un rapport rendu public le 15 septembre 2016 par la Cour des Comptes sur le dispositif ISF-PME, 36% de l'investissement ISF-PME (22% par les FIP et 14% par les FCPI).

¹⁸¹ Ainsi, il sera par exemple de : 1^{er} cas : 50 % (100 x 50%) du versement pour un fonds investi à 100 % au capital de PME éligibles ; second cas : 45% (90 x 50%) du versement pour un fonds investi à 90 % au capital de PME éligibles. Il est à rajouter que ce pourcentage d'actifs éligibles ou « quota ISF » doit être fixé par le fonds lors de sa demande d'agrément (AMF) et figurer dans sa notice d'information.

d'euros) a été supprimée à partir du 1^{er} janvier 2016¹⁸². Enfin, s'agissant de la coexistence de ce régime ISF-PME avec le dispositif Madelin, il est à préciser que ce dispositif n'est pas cumulable avec la réduction d'IR pour les mêmes investissements : le contribuable pourra donc ainsi éventuellement bénéficier de la réduction d'impôt sur le revenu, mais seulement dans le cadre d'un autre versement que celui ayant donné lieu à la réduction d'ISF.

3) L'amortissement exceptionnel en faveur du « Corporate Venture Capital »

Ce dispositif, conséquence d'une observation du gouvernement d'un attrait réciproque entre jeunes sociétés innovantes d'une part et grands groupes de l'autre¹⁸³, a été pour la première fois présenté dans le cadre de la loi de finances rectificatives pour 2013. Il n'est toutefois pas immédiatement rentré en vigueur du fait d'observations de la Commission Européenne quant à sa conformité avec le régime des aides d'Etat. La loi de finances rectificatives pour 2015 du 29 décembre 2015 a toutefois définitivement introduit ce dispositif qui figure désormais à l'article 217 octies du CGI. Celui-ci prévoit un amortissement exceptionnel sur 5 ans des titres acquis par des entreprises soumises à l'IS dès lors qu'elles investissent dans une jeune entreprise innovante (directement, ou par l'intermédiaire de fonds de capital-risque dits « fiscaux »). Les conditions relatives à l'investisseur pour que celui-ci puisse bénéficier de ce régime sont les suivantes :

- il ne doit pas détenir plus de 20% du capital ou des droits de vote de la PME innovante ;
- la valeur des actifs faisant l'objet de l'amortissement exceptionnel ne doit pas dépasser 1% du total de l'actif de l'entreprise investissant à la clôture de l'exercice de souscription ;
- les titres doivent être conservés pendant deux ans au moins ;
- les versements ne doivent pas excéder, pour chaque entreprise bénéficiaire, le plafond de 15 millions d'euros tel qu'il est défini dans les lignes directrices relatives aux aides d'Etat en faveur du financement des risques (paragraphe 149 de la communication de la Commission du 22 janvier 2014).

¹⁸² Cette approche du législateur semble conforter notre position développée antérieurement consistant à soutenir que les quotas imposés au fond de capital-risque dits « fiscaux » étaient insuffisamment stricts pour les inciter à investir dans les entreprises innovantes plus précocement.

¹⁸³ Exemple d'Orange Digital Ventures qui a été créé au début de l'année 2015 avec une dotation pour la première année de 20 millions d'euros. On peut également relever que des sociétés aussi diverses que Suez, JC Decaux, MAIF, Arkéa, Schneider, Mérieux, Total, Engie ou encore EDF ont également leur structure d'investissement - pas nécessairement sous la forme d'un fonds - axée sur les sociétés innovantes.

S'agissant des conditions relatives à la société, le dispositif vise les « jeunes entreprises innovantes ». Il ne doit ainsi s'agir que de PME au sens communautaire non cotées et celles-ci doivent remplir deux des quatre conditions précédemment évoquées lorsque l'on s'intéressait à la manière dont la fiscalité appréhendait l'innovation. Ainsi doit-elle d'une part soit réaliser des dépenses de recherche au sens du crédit impôt-recherche (condition de 10% des charges déductibles) soit justifier de son caractère innovant auprès de la BPI et de l'autre soit n'avoir exercé son activité sur aucun marché ou soit exercer son activité sur un marché depuis moins de 10 ans après sa première vente commerciale¹⁸⁴. De plus, l'entreprise ne doit pas être une entreprise en difficulté¹⁸⁵ et doit ici aussi avoir une activité effective telle que nous l'avons déjà caractérisée précédemment.

Cette description succincte de ces trois « incitations à l'entrée » existant dans le droit français actuel ayant été effectuée, nous allons maintenant nous attacher à voir en quoi leur mise en œuvre suscite des difficultés structurelles qui – entre autres raisons – appellent à un recentrage sur les « incitations à la sortie ».

B. Les difficultés d'ordre structurel liées à la mise en œuvre de ces dispositifs

A l'étude de la mise en œuvre de ces dispositifs au regard de leurs objectifs annoncés¹⁸⁶, il nous apparaît que deux problèmes d'ordre structurel les minent : d'une part, ils introduisent une rigidité au niveau de l'investisseur par la durée de détention qu'ils exigent (1), de l'autre ils empêchent – du fait que le législateur se refuse, pour des raisons budgétaires parfaitement compréhensibles, à accorder à ces investisseurs deux avantages fiscaux entiers – que ce même législateur élargisse les avantages liés aux « incitations à la sortie » (2). Celles-ci étant, comme nous le verrons ensuite, pourtant à notre sens plus pertinentes pour un développement sur le long-terme d'un marché du capital-risque français performant.

¹⁸⁴ Il est intéressant de relever que la condition est ici moins stricte que s'agissant du dispositif ISF-PME, IR-PME ou encore des FCPI ou du Compte PME Innovation où cette condition pour tous ces régimes est de moins de 7 ans. Il est également intéressant de noter que la condition figurant dans ces différents régimes relative au plan de financement des risques (« elle a besoin d'un investissement en faveur du financement des risques qui, sur la base d'un plan d'entreprise établi en vue d'intégrer un nouveau marché géographique ou de produits, est supérieur à 50 % de son chiffre d'affaires annuel moyen des cinq années précédentes ») a ici disparu.

¹⁸⁵ Cette condition figure également dans les dispositifs ISF-PME et IR-PME.

¹⁸⁶ Objectifs qui, rappelons-le, sont identiques à ceux des « incitations à la sortie » : il s'agit de favoriser, par des incitations fiscales, le financement des jeunes entreprises innovantes.

1) Une rigidité de la chaîne d'investissement structurellement induite par la condition de durée de détention

Si l'on se rappelle de la chaîne de financement des jeunes entreprises innovantes telle qu'elle l'a été décrite précédemment, celle-ci dévoilait un chronologie d'apparition des investisseurs : Love Money et aides publiques d'abord, investisseurs particuliers ensuite (Business Angels) puis fonds de capital-risque. Il apparaissait aussi que des « trous » existaient au sein de cette chaîne de financement : entre la Love Money et les BA d'une part, mais surtout entre les BA et les fonds de capital-risque ensuite (le célèbre « equity gap »). Notre raisonnement était que ces étapes transitoires, souvent cruelles pour les jeunes entreprises innovantes, s'expliquaient par le fait que les différents acteurs du capital-risque n'étaient pas suffisamment incités fiscalement à investir précocement. Il n'existe cependant évidemment pas d'unique explication à ces problèmes rencontrés par les jeunes entreprises innovantes au cours de leur financement et il apparaît ainsi qu'une autre explication pourrait être formulée pour l'expliquer. Celle-ci serait la suivante : la condition de détention de 5 ans des titres de la PME innovante rendue obligatoire par les dispositifs ISF-PME et IR-PME (qui concernent des investisseurs personnes physiques, l'on se situe donc ici dans la seconde phase de la chaîne de financement, phase antérieure à l'arrivée des fonds de capital-risque) sous peine de voir leur « avantage fiscal à l'entrée » rétroactivement remis en cause empêcherait une fluidité de la transition entre phase de financement par les Business Angels et phase de financement par les fonds de capital-risque. De fait, ces investisseurs historiques pourraient refuser pour cette raison de céder leurs titres à ces fonds alors même qu'il serait dans l'intérêt de l'entreprise innovante de bénéficier d'investisseurs aux moyens plus importants¹⁸⁷ à cet instant. La situation peut également être préjudiciable pour ces investisseurs lorsque l'entreprise innovante se délocalise à l'étranger sous l'impulsion d'autres actionnaires : il apparaît alors que ces investisseurs doivent alors soit suivre cette entreprise à l'étranger, soit céder leurs parts et donc avoir à rétrocéder leur avantage fiscal.

Il apparaît que l'on en revient ici à cette forme de rigidité au niveau de l'investisseur que nous avons déjà dénoncée dans la partie relative aux « incitations à la sortie ». A la différence de

¹⁸⁷ Rappelons en effet ici que le facteur « temps » est un point absolument essentiel dans l'économie numérique. Nous avons évoqué précédemment l'aspect « winner takes all » particulièrement prégnant dans ce secteur et en conséquence à quel point il était essentiel – pour des entreprises ne réalisant pas encore forcément de profits – de continuer à trouver toujours plus de financements pour poursuivre leur croissance (notamment lorsque celle-ci, exponentielle du fait du caractère « scalable » de la jeune entreprise innovante, appelle un financement en conséquence).

celles-ci toutefois, le problème paraît à notre sens ici plus structurel. En effet, il s'agissait au sein des incitations à la sortie de la conséquence d'une certaine forme de logique anti-abus voulue par le législateur afin de favoriser l'investissement à long-terme (exemple de l'abattement majoré du 1 quater A du I de l'article 150-0 A du CGI dont le mécanisme repose non pas sur le risque pris par l'investisseur mais sur la durée de détention) et non du corollaire structurellement indispensable de toute « incitation à la sortie ». Il peut en effet tout à fait être proposé un autre mécanisme d'incitation à la sortie ne reposant pas sur cette durée de détention : c'est ce que nous avons proposé en suggérant une prise en compte du risque par une variation de la valeur de l'avantage fiscal offert à la sortie fonction de l'appréciation du risque au niveau de l'entreprise. Dans le cadre des « incitations à l'entrée », la situation nous paraît toutefois différente : une certaine durée de détention n'est ici pas séparable de l'avantage en ce qu'elle est la contrepartie d'un avantage par principe offert antérieurement (il s'agit en effet d'une « incitation à l'entrée »). Peut-il ainsi y avoir « avantage fiscal à l'entrée » sans une certaine durée de détention ensuite qui justifie cet avantage (qui est en plus certain, à la différence des « avantages à la sortie » qui dépendent de s'il y a eu ou non plus-value réalisée), qui en soit la contrepartie ? Il nous apparaît que non, et que le dispositif des « incitations à l'entrée » porte ainsi structurellement en lui une rigidité affectant la fluidité des investisseurs. Qu'il s'agisse d'ailleurs d'un investissement direct ou d'un investissement par l'intermédiaire d'un fonds de capital-risque, cette durée de détention – et donc cette rigidité – restant dans les deux cas présente.

Il est toutefois intéressant de se pencher sur les aménagements progressivement mis en place par le législateur à ces régimes d'incitations à l'entrée afin d'essayer d'adoucir en partie cette rigidité au niveau de l'investisseur. Il existait déjà avant la loi dite « Macron » du 6 août 2015¹⁸⁸ un certain nombre d'exceptions légales permettant de ne pas voir l'avantage remis en cause malgré une cession des titres antérieure à la durée de détention de 5 ans, celles-ci n'étant toutefois pas harmonisées entre les deux dispositifs (ISF-PME et IR-PME). L'article 144 de la loi dite « Macron » a à la fois harmonisé ces exceptions et les a assouplies. Ainsi, le IV de l'article 199 terdecies-0 A du CGI renvoie-t-il désormais au 2 du II de l'article 885-0 V bis s'agissant de ces exceptions. Celles-ci sont désormais les suivantes : 1) le décès, l'invalidité ou le licenciement du contribuable (ou de l'un des époux ou partenaire de Pacs) ;

¹⁸⁸ « Loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques » du 6 août 2015.

2) la liquidation judiciaire de l'entreprise bénéficiaire ou une cession des titres intervenant dans le cadre d'une procédure de redressement ou de liquidation judiciaire ; 3) la donation avec reprise de l'engagement de conservation des titres ; 4) par suite d'une fusion ou d'une scission de l'entreprise si les titres reçus en contrepartie sont conservés jusqu'au même terme ; 5) en cas de cession stipulée obligatoire par un pacte d'associés ou d'actionnaires si le prix de vente des titres cédés est intégralement réinvesti dans les 12 mois de la cession dans une société éligible au dispositif ISF-PME (les titres doivent alors être conservés jusqu'à l'expiration du délai de 5 ans initial) ; 6) lorsque la cession des titres intervient plus de 3 ans après leur acquisition (et ce, quelle que soit la cause de cette cession) dès lors que le montant de la PV réalisée est intégralement réinvestie dans les 12 mois suivant la cession dans une société éligible au dispositif ISF-PME (les titres doivent là aussi être conservés jusqu'à l'expiration du délai de 5 ans initial).

Il apparaît donc que le législateur a mis en place des aménagements, en utilisant tout particulièrement la technique du report d'imposition de la PV réalisée à l'occasion de la cession des titres en cause, en vue de fluidifier cette rigidité induite au niveau de l'investisseur par la condition de durée de détention de 5 ans. Cette démarche, qui sous-tend un assouplissement évident, ne compense pas à notre sens pour autant la rigidité créée par le mécanisme initial : une durée de trois ans peut ainsi être trop longue au regard du rapport au temps particulier des jeunes entreprises innovantes. De plus, faire de la durée de détention un critère essentiel pour bénéficier d'avantages fiscaux dans le domaine des « jeunes entreprises innovantes » ne nous apparaît pas, nous avons montré pourquoi, relever de la bonne approche incitative concernant ce secteur en ce que cela contribue à faire perdurer ce décalage néfaste entre temps de l'entreprise innovante et temps de l'investisseur. Ces aménagements introduisent donc de la souplesse à un régime dont les fondements ne sont pas, à notre sens, appropriés à la situation. Cela nous apparaît d'autant plus vrai lorsque l'on s'aperçoit de la difficile coexistence, là aussi structurelle, entre « incitations à l'entrée » et « incitations à la sortie ».

2) Une difficile coexistence – là aussi structurelle – entre « incitations à l'entrée » et « incitations à la sortie »

Ce travail de recherche est structuré autour de la dichotomie « incitations à l'entrée » et « incitations à la sortie » : dans le premier cas l'avantage fiscal est offert au moment de

l'acquisition des titres de l'entreprise, dans le second celui-ci est accordé au moment de la cession de ces titres. Le problème réside alors dans le cumul des avantages pour l'investisseur lorsque les mêmes titres offrent à celui-ci ces deux avantages respectifs ? S'agit-il d'un problème dans l'absolu ? Il pourrait être répondu que non, que ce double avantage permet au contraire une logique encore plus incitative fiscalement à l'investissement dans les jeunes entreprises innovantes. Ce serait toutefois ne pas prendre en compte le contexte actuel des finances publiques françaises, contexte obligeant à une étroite surveillance de tous les avantages fiscaux offerts. Il se pose dès lors une question nouvelle lorsque l'on intègre ce paradigme-là : y aurait-il en définitive un non-choix du législateur entre ces deux types d'incitations, non-choix le forçant à ne pas accorder de trop importants avantages au sein de chacune et par là empêchant à chacune d'elle d'être pleinement efficace ? La question mérite d'être à notre sens posée en ce que toute la politique incitative fiscale française en faveur d'un financement plus optimal des jeunes entreprises innovantes en dépend. Un certain nombre d'éléments semblent d'ailleurs aller dans le sens de cette conclusion.

Le premier de ces éléments tient au fait que le législateur a entendu dans certains cas refuser le bénéfice d'une incitation dès lors que l'autre est accordée. Ainsi en est-il des investisseurs soumis à l'IS de fonds de capital-risque dits « fiscaux » qui bénéficieraient de l'amortissement exceptionnel sur les titres souscrits dans de jeunes entreprises innovantes (article 217 octies du CGI, dispositif en faveur du « Corporate Venture Capital»). Rappelons en effet que ce dispositif s'applique aussi bien à l'investissement direct dans les jeunes entreprises innovantes qu'à l'investissement intermédié (par l'intermédiaire de fonds de capital-risque donc). Le VI de l'article 217 octies du CGI énonce que lorsque l'investisseur du fonds de capital-risque soumis à l'IS a bénéficié de ce régime « à l'entrée », alors les distributions reçues par le fonds (distributions provenant des PV réalisées par ce fonds lors de la cession des titres des jeunes entreprises innovantes ayant ouvert droit au régime de l'amortissement exceptionnel) sont soumises au taux normal de l'IS (et ne sont donc plus exonérées), de même en est-il de la cession des parts du fonds (soumis à l'IS au taux de droit commun et non plus exonération). Il y a donc un effet d'éviction de l'une des deux incitations, celle à la sortie en étant dans le cas présent la victime. Si le législateur permet dans certains cas le cumul des avantages¹⁸⁹, il n'en est pas moins vrai qu'il existe toujours ce risque, comme nous l'avons pointé, de notamment

¹⁸⁹ C'est le cas pour les investisseurs personnes physiques des fonds de FCPI ou FIP qui peuvent alors cumuler l'avantage ISF-PME et IR-PME d'une part, et l'exonération des gains reçus par ces fonds (distributions ou cession de leurs titres du fonds) de l'autre.

voir les « incitations à la sortie » disparaître. Ce qui, pour les raisons que nous allons développer ensuite, nous paraît problématique.

Il n'y a cependant pas forcément, nous l'avons relevé avec le cas des investisseurs personnes physiques des FCPI et FIP, d'éviction de l'une des deux incitations à chaque fois. Le problème se posant alors consiste à savoir si, dans le contexte budgétaire actuel difficile, le législateur ne fait pas alors – au lieu de choisir l'un des deux types d'incitation et lui donner une pleine efficacité – un non-choix entre les deux. En somme, l'avantage ne serait pas plein pour chacune. Le rabot progressif subi par le dispositif IR-PME (Madelin) semble aller dans ce sens. D'une part a-t-il subi un rabot du taux de la réduction d'IR qu'il offrait : il avait ainsi été fixé de manière très stable à 25 % depuis sa création en 1994 jusqu'en 2011, date à laquelle l'avantage a été ramené à 22 % avant de descendre à 18 % en 2012. De l'autre, il a été intégré dans un plafonnement global des niches fiscales (article 200-0 A du CGI) qui a lui-même évolué de manière de plus en plus restrictive (alors que ce plafonnement était, lors de sa création en 2008, fixé à 25 000 euros et à 10 % du revenu imposable, il a été fixé à 10 000 euros par la loi de finances pour 2013¹⁹⁰). De même l'avantage fiscal offert par le dispositif ISF-PME est-il plafonné à 45'000 euros par an (l'investissement intermédié étant quant à lui plafonné à 18'000 euros seulement). Il y a donc un étroit encadrement de ces dispositifs « d'incitations à l'entrée », ceux-ci leur faisant probablement perdre une partie de ce caractère incitatif qui justifie pourtant leur existence¹⁹¹. De même en est-il des « incitations à la sortie » où le législateur, pour de seules raisons budgétaires, se refuse à faire bénéficier aux prélèvements sociaux les avantages dérogatoires mis en place en matière d'IR.

Ce non-choix du législateur entre « incitations à l'entrée » et « incitations à la sortie » – ou le choix de celui-ci dans certains cas de faire prévaloir les « incitations à l'entrée » - nous paraît d'autant plus problématique que les « incitations à l'entrée » ne nous paraissent pas, dans leur principe même, être pertinentes pour assurer une couverture optimale et de long-terme des besoins en financement des jeunes entreprises innovantes. Nous allons désormais voir ce qui justifie cette affirmation et appelle à un recentrage exclusif sur les seules « incitations à la sortie ».

¹⁹⁰ Tandis que d'autres crédits d'impôts (Outre-Mer, SOFICA pour le cinéma) bénéficient d'un traitement fiscal plus avantageux puisqu'ils sont placés sous un second plafonnement à 18 000 euros, voire hors de tout plafond.

¹⁹¹ C'est le point de vue de beaucoup de spécialistes dans le domaine, qui plaident ainsi pour un relèvement de ces plafonds. C'est notamment le point de vue développé dans l'étude de l'Institut Montaigne de septembre 2013 sur le sujet « Mettre enfin la fiscalité au service de la croissance ».

II. L'absence de prise en compte du « risque » : un outil de défiscalisation plus qu'une incitation à de l'investissement pertinent

Si nous avons déjà pointé les problèmes suscités par la mise en œuvre de ces dispositifs « d'incitations à l'entrée », nous ne nous sommes pas pour autant encore réellement interrogés sur la pertinence de leur principe même. Tel va ainsi être l'objet de cette sous-partie dans laquelle nous verrons dans un premier temps l'aspect problématique que revêtent ces « incitations à l'entrée » en ne prenant pas en compte le risque pris par l'investisseur, aboutissant de fait à une logique de seule défiscalisation (A). Dans le temps qui suivra, il sera étudié la conséquence de cette logique de cette défiscalisation : d'une part déjà contestée au niveau de son efficacité par la Cour des Comptes par les mécanismes de rente qu'elle crée, celle-ci empêche à notre sens en plus l'émergence à moyen ou long-terme de ce réseau d'investisseurs privés qui a fait la réussite des start-ups américaines (B).

A. Un simple outil de défiscalisation du fait d'une absence de prise en compte du risque pris par l'investisseur

Il existe une différence fondamentale entre l'avantage fiscal offert dans le cadre des « incitations à l'entrée » et celui offert dans le cadre des « incitations à la sortie » : dans le premier cas, l'avantage est certain en ce qu'il ne dépend en effet que de l'investisseur. Ainsi, dès lors que l'investisseur respecte les conditions imposées par ces dispositifs (dans le cadre du régime ISF-PME par exemple, investir dans un certain type d'entreprises et conserver les titres 5 ans), celui-ci bénéficiera pleinement de l'avantage fiscal octroyé. La situation est en cela différente pour les régimes de faveur au regard de la plus-value réalisée par l'investisseur : l'avantage fiscal n'y est en effet pas certain en ce qu'il n'est évidemment pas certain que l'investisseur fasse une plus-value. Il existe donc dans le cadre des « incitations à la sortie » une incertitude pour l'investisseur en ce que le bénéfice de l'avantage fiscal ne dépend pas que de lui mais d'abord et avant tout des résultats de l'entreprise. Cette incertitude, qui n'existe pas pour les « incitations à l'entrée », c'est donc le risque. Nous avons en effet développé au sein des parties précédentes – plaidant en ce sens pour une meilleure prise en compte de celui-ci – que la notion de « risque » était uniquement liée à l'entreprise dans laquelle avait lieu l'investissement et donc au lien direct existant entre l'investisseur et les probabilités de succès/d'échec de l'entreprise. Or, et cela apparaît

clairement, ce lien est rompu en ce qui concerne les « incitations à l'entrée » telles qu'elles existent aujourd'hui pour les raisons que nous venons d'évoquer.

Cette différence fondamentale ne peut à notre sens être occultée par la seule justification que les jeunes entreprises auraient des besoins en financement tels qu'il faudrait leur garantir chaque année une somme de revenus certaine provenant, in fine, de l'Etat. Outre l'efficacité toute relative de cette méthode sur laquelle nous reviendrons ensuite¹⁹², il apparaît surtout que c'est un message ne procédant pas de la bonne logique qui est alors envoyé aux potentiels investisseurs. Comme il l'a en effet déjà été relevé, c'est le rapport au risque qui fait ce métier : n'est-il en effet pas avant tout caractérisé par le fameux couple risque/rendement ? Rompre ce lien nous paraît d'ailleurs d'autant moins procéder d'une logique cohérente que le législateur a entendu dans une certaine mesure valoriser ce même risque pris par les investisseurs avec les régimes dérogatoires au PV de cession de titres en faveur du capital-risque. Bien que prenant à notre sens insuffisamment en compte la notion de « risque », celle-ci n'en était toutefois pas exclue, les investissements dans les « jeunes entreprises innovantes » telles que définies par le législateur (et malgré en plus une logique reposant davantage sur la volonté de favoriser l'investissement de long-terme que le risque) restant indubitablement plus risqués que d'autres types d'investissement.

Valoriser ainsi le risque d'une part par des avantages fiscaux à « la sortie » et valoriser de l'autre l'absence de risque par des avantages fiscaux « à l'entrée » semble donc plus relever, si l'on force un peu le trait, d'une logique schizophrénique du législateur que d'une politique incitative globale qui aurait été planifiée de manière cohérente par celui-ci. Peut-être peut-il être ici d'ailleurs faite la remarque qu'il n'y eut jamais encore de grande réforme simultanée des « incitations à l'entrée » et « à la sortie », les deux évoluant comme indépendamment l'une de l'autre¹⁹³ alors qu'il s'agit pourtant de la même problématique globale. Par souci d'objectivité toutefois, il nous faut rappeler quelle démarche est la nôtre dans ce travail de recherche : il s'agit de réfléchir à une meilleure prise en compte du risque au niveau des régimes de faveur relatifs aux plus-values réalisées par les investisseurs afin d'aboutir à un

¹⁹² Il ne s'agit pas toutefois de deux éléments indépendants : l'inefficacité de ces dispositifs provenant en effet à notre sens – et un certain nombre d'arguments appuient ce point de vue – de cette rupture du lien risque/investisseur induite par ces dispositifs « d'incitations à l'entrée ».

¹⁹³ Il est d'ailleurs à ce titre intéressant de relever qu'il n'existe pas forcément de cohérence entre les régimes de faveur à l'entrée et ceux à la sortie. Ainsi, les conditions relatives à la société ne seront pas les mêmes dans le cadre de l'abattement majoré du 1 quater A du I de l'article 150-0 A du CGI que dans le cadre des dispositifs ISF-PME et IR-PME.

meilleur financement des jeunes entreprises innovantes. Dans ce contexte, nous ne pouvons par souci de cohérence que nous élever contre des dispositifs allant exactement dans le sens opposé. Il ne s'agit en plus pas d'une position uniquement de principe contre des dispositifs qui offriraient des avantages fiscaux sans prendre en compte le risque : il apparaît en effet, et ce sera là l'objet de notre dernier point, que cette absence de prise en compte du risque en vue d'assurer un financement certain des jeunes entreprises innovantes par l'injection d'argent dans ce secteur n'aboutit pas forcément aux résultats escomptés. Loin d'être pleinement efficaces, ils posent d'ailleurs peut-être incidemment la question de savoir s'il ne serait pas pertinent que l'Etat se désengage en partie de la place prépondérante qu'il occupe aujourd'hui dans le capital-risque français.

B. Une efficacité relative, preuve d'un nécessaire désengagement de l'Etat ?

Un rapport de la Cour des Comptes¹⁹⁴, rendu public le 15 février 2016, sur le dispositif ISF-PME avait mis en lumière un certain nombre de défaillances de ce dispositif. Y apparaissait ainsi entre autres problèmes concernant celui-ci deux points revêtant une importance certaine à nos yeux. Le premier consistait à relever que l'efficacité de ce dispositif était loin d'être certaine au vu des études qu'elle avait pu mener conjointement avec un certain nombre de FIP, FCPI et avec la Banque de France. Ainsi la Cour des Comptes note-t-elle dans son rapport que « *Les travaux d'évaluation effectués par la Cour font apparaître une efficacité économique d'ensemble incertaine* », ou encore que « *les analyses réalisées ne permettent donc pas de conclure que la mesure aurait eu un effet significatif sur les entreprises bénéficiaires* ». Le premier constat est donc de faire remarquer qu'il s'agit pour l'Etat d'une dépense coûteuse (620 millions d'euros en 2015 selon la Cour, soit 11% du produit estimé de l'ISF qui était de 5,59 milliards d'euros pour cette année-là) dont il n'est en rien certain qu'elle soit efficace. La Cour va d'ailleurs jusqu'à rappeler qu'il s'agit de s'interroger pour savoir si le but réel de ce dispositif est d'être outil en faveur du financement des jeunes entreprises innovantes ou s'il s'agit seulement de permettre un allègement de la fiscalité du capital¹⁹⁵. On se retrouve ainsi avec ce questionnement habituel s'agissant des « incitations à

¹⁹⁴ Rapport « *La dépense fiscale ISF-PME* ».

¹⁹⁵ Ainsi peut-il être lu dans ce rapport la réflexion suivante par la Cour des comptes : « *Les origines de la loi TEPA font cependant apparaître la nature particulière du dispositif ISF-PME, qui s'inscrit dans un contexte marqué par la volonté du législateur de 2007 de réduire le poids de l'ISF. Faute de le supprimer complètement, les pouvoirs publics ont préféré en atténuer la portée par divers dispositifs de réduction d'impôt. Cet objectif d'allègement de l'ISF ne peut toutefois être ignoré, comme le rappelait le Conseil des prélèvements obligatoires*

l'entrée » : le législateur a-t-il réellement entendu favoriser le financement des jeunes entreprises innovantes ou l'objectif n'était-il pas seulement de permettre à certains contribuables de diminuer le montant de leur imposition (l'avantage fiscal offert à l'investisseur n'étant alors plus un moyen mais une fin) ? Le fait que la Cour des Comptes se plaigne de l'absence d'évaluation de l'efficacité de ce dispositif par les pouvoirs publics semble d'ailleurs aller dans le sens d'une mesure dont on ne se soucierait guère de savoir si elle est réellement utile ou non aux jeunes entreprises innovantes dès lors qu'il s'agit d'un moyen de défiscalisation pour le contribuable.

Le second point nous paraissant intéressant à relever dans ce rapport est qu'il souligne la faible efficacité des fonds de capital-risque bénéficiant de ce dispositif¹⁹⁶. Ainsi peut-on y lire que « *La Cour a relevé que les performances des fonds fiscaux clôturés restent faibles, avec une rentabilité nette le plus souvent négative, avant avantage fiscal. Ainsi le taux de rendement interne des FCPI atteint-il en moyenne - 5,1 % par an, pour 40 fonds clôturés* ». Rappelons à ce titre que, selon l'étude coréalisée par l'AFIC et Ernst & Young sur les performances du capital-investissement en 2015¹⁹⁷, le TRI net sur 10 ans pour le capital-investissement en France était à fin 2015 de 10% (avec notamment 2,6% pour le capital-innovation et 6% pour le capital-développement). A cet égard, la performance des FCPI et FIP bénéficiant de ces « incitations à l'entrée » peut être appréciée sévèrement. Ainsi, avec ce TRI négatif pour ces fonds à leur date de clôture¹⁹⁸, la Cour va jusqu'à qualifier leur performance de « médiocre » et s'interroge sur la possibilité d'installation d'un phénomène de rente au sein de ces fonds qui bénéficient de cette source certaine de revenus : « *Il est manifeste que c'est l'importance de l'avantage fiscal associé à ces investissements qui rend le dispositif attractif pour les épargnants, plus que les espoirs de rentabilité de l'investissement réalisé. On ne peut exclure que ce contexte crée une moindre exigence dans le choix des investissements réalisés, de la part des épargnants comme de celle des gestionnaires* ». L'hypothèse ici de la Cour des Comptes décrit donc une sorte de cercle vicieux s'installant au

dans son rapport de 2010 : « bien que rattachées à [un autre programme], les mesures destinées à orienter l'épargne vers le capital semblent surtout orientées vers un allègement de la fiscalité du patrimoine » ».

¹⁹⁶ Aucune évaluation semblable du dispositif IR-PME n'ayant été faite, nous ne pouvons savoir si cette remarque s'applique aussi pour cet autre dispositif « d'incitation à l'entrée ». Néanmoins, il apparaîtrait cohérent que les mêmes critiques lui soient adressables du fait de la très grande similarité de ces dispositifs (la seule différence substantielle étant en effet le type d'impôt réduit).

¹⁹⁷ « Performance nette des acteurs français du capital-investissement à fin 2015 », 29 juin 2016.

¹⁹⁸ Il nous faut ici rappeler que, selon les règles de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), « la performance des fonds de capital-investissement ne peut s'apprécier qu'à l'échéance ». Il s'agit donc, selon la Cour, de « regarder avec prudence les estimations effectuées sur les fonds en cours de vie et les présentations optimistes faites par certaines sociétés de gestion dans leurs publications, en contradiction avec les règles de l'AMF ».

détriment des jeunes entreprises innovantes : le dispositif « d'incitation à l'entrée » permet aux investisseurs d'avoir un avantage fiscal certain, ceux-ci sont donc moins préoccupés par les performances du fonds que par l'avantage immédiat qui leur est offert et, dès lors, les fonds sont moins incités à être efficaces, leurs investisseurs étant déjà en partie satisfaits de par cet avantage initial. Ce cercle vicieux serait la conséquence immédiate de ce que nous pointions auparavant : la rupture du lien entre risque et investissement, « l'incitation à l'entrée » venant l'ôter à la fois pour l'investisseur (avantage fiscal certain) et pour les fonds bénéficiaires de ces incitations (ils se voient certains, de part le dispositif même, de bénéficier d'investisseurs, sans que ceux-ci soient aussi regardants sur leur performance que si l'avantage à l'entrée n'existait pas).

Ce système de rente dont ces fonds bénéficieraient grâce à ces « incitations à l'entrée » nous paraît d'autant plus problématique, outre la perte d'efficacité qu'il semble leur causer, qu'il induit une dépendance directe entre ceux-ci et ces « incitations à l'entrée ». Quelle conséquence pour ces fonds en effet si l'on en venait à supprimer l'un de ces dispositifs à l'entrée¹⁹⁹ ? La question se pose et, de manière sous-jacente, se pose également la question de la façon dont l'Etat peut/doit agir pour combler les défaillances de marché identifiées dans ce secteur. Il apparaît en effet que celui-ci dispose de trois leviers : les « incitations à l'entrée », les « incitations à la sortie » et l'action directe par l'intermédiaire de Bpifrance. La première des remarques pouvant être ici faite tient à la hausse considérable de l'action de BPI France dans le secteur du capital-risque. Ainsi, selon un rapport de la Cour des Comptes publié le 16 novembre 2016²⁰⁰, « *les investissements directs de Bpifrance en faveur du capital innovation ont fortement progressé sur la période 2013-2015, passant de 114 à 169 M€, soit un taux de croissance annuel moyen de 22 %* ». En résulte une « *progression des parts de marché de Bpifrance sur certains segments, notamment celui du capital-innovation : la part de marché de Bpifrance est ainsi passée, entre 2011 et 2014, de 19 % à près de 60 % des levées de fonds en capital innovation, soit une moyenne de l'ordre de 30 % sur la période* ». On en arrive ainsi à des résultats tels qu'en « *2014, 81 % des montants d'investissement sur le segment du capital-innovation ont été effectués par des fonds du portefeuille de Bpifrance, qu'il s'agisse*

¹⁹⁹ La question se pose avec d'autant plus d'acuité que le nouveau Président de la République Emmanuel Macron, élu en mai 2017, avait fait figurer parmi ses engagements de campagne la promesse de supprimer l'ISF tel qu'il existe sous sa forme actuelle pour le transformer en un impôt sur la fortune immobilière seulement. Dans ce cadre, quel avenir pour le dispositif ISF-PME si une telle réforme était menée et par là, quel avenir pour les fonds de capital-risque dépendant en grande partie de ce dispositif ?

²⁰⁰ « BpiFrance : une mise en place réussie, un développement à stabiliser, des perspectives financières à consolider ».

de fonds gérés directement par Bpifrance ou de fonds dans lesquels Bpifrance a investi dans le cadre de son activité de fonds de fonds ».

Dans ce cadre, et alors même que la Cour des Comptes pointe un risque d'éviction des acteurs privés du fait de ce développement exponentiel de Bpifrance, peut-être pourrait-il apparaître pertinent de favoriser, s'agissant des incitations fiscales, celles facilitant le plus un développement d'un investissement privé indépendant de l'action publique, et ce afin de faire office de contrepoids à l'important développement qu'a connu Bpifrance sur ce secteur. Il s'agit en effet de garder à l'esprit que l'action étatique a pour objectif de corriger les défaillances de marché, et non de se substituer à celui-ci. De ce point de vue, il apparaît que les « incitations à la sortie » répondent bien plus à cet objectif que les « incitations à l'entrée », celles-ci entretenant en effet un lien direct entre investisseurs, fonds bénéficiaires et Etat comme nous l'avions décrit précédemment. A la différence des « incitations à la sortie » où le lien est plus indirect en ce que celles-ci facilitent le financement des jeunes entreprises innovantes en offrant une compensation fiscale au risque pris par l'investisseur, sans pour autant que l'Etat interfère directement dans le processus. Dans un cas l'Etat favorise donc simplement l'essor d'un marché de l'investissement privé, dans l'autre il intervient sur ce marché : c'est donc la problématique du niveau d'intervention de l'Etat qui est ici posée dès lors qu'il s'agit de combler des défaillances de marché identifiées. Problématique nécessitant à notre sens d'être tranchée en ce que, comme nous l'avions pointé précédemment, le risque consiste à sinon rester dans un entre-deux mortifère où aucun des deux types d'incitations n'est réellement favorisé et donc efficace.

Il pourrait donc, toutes considérations évoquées dans ce mémoire quant à ces différents dispositifs prises en compte, apparaître pertinent d'appeler à un recentrage de l'action du législateur sur les « incitations à la sortie », celles-ci étant en effet plus à même de compenser le risque effectif pris par l'investisseur tout comme de favoriser le développement d'un marché privé du capital-risque apparaissant comme encore largement insuffisant en France dès lors qu'il est comparé aux exemples britannique ou américain.

Conclusion

La problématique de ce mémoire résidait donc dans le fait de savoir de quelle manière prendre en compte le risque dans le régime fiscal français des plus et moins values de cession de titres afin de favoriser au mieux l'investissement dans les jeunes entreprises innovantes. A cette fin, nous nous sommes dans un premier temps penchés – afin de pouvoir ensuite apprécier de la manière la plus pertinente qui soit les régimes dérogatoires à celui-ci – sur le régime général des plus et moins values de cession de titres, décrivant ses caractéristiques selon que la plus ou moins value soit réalisée par un investisseur personne physique ou par une personne morale soumise à l'IS ou à l'IR. Cette description du régime général effectuée, il a ensuite été procédé à une étude des différents régimes dérogatoires mis en place par le législateur à ce régime général en vue de favoriser le capital-risque en France. L'étude de ces régimes a été effectuée à partir des quatre outils à la disposition du législateur pour favoriser une plus-value dans l'absolu : le mécanisme de l'abattement, du taux réduit, de l'exonération et du report. Il a ainsi été vu comment, par l'utilisation de ces quatre outils, le législateur avait entendu favoriser les trois principaux acteurs du capital-risque que sont les Business Angels, les fonds de capital-risque ainsi que les entreprises déjà matures.

Une fois cette description des incitations mises en place par le législateur en vue de favoriser le capital-risque effectuée, il a été décidé d'adopter une démarche critique à l'encontre de ces incitations jusqu'ici mises en place. Pour ce faire, nous nous sommes à la fois penchés sur les besoins des entreprises innovantes ainsi que sur ceux des investisseurs, montrant que l'intérêt des premières tenait à ce que la notion de « jeune entreprise innovante » soit appréciée plus strictement par le législateur afin de leur offrir un financement plus précoce leur permettant d'échapper aux périodes transitoires (entre Love Money et Business Angels d'une part, entre Business Angels et fonds de capital-risque de l'autre) constituant les maillons faibles de leur chaîne de financement. Les besoins des investisseurs se résumaient quant à eux en une demande d'à la fois plus de stabilité de ces incitations (ainsi que du régime général des PV de cession de titres) ainsi que de souplesse : leur intérêt passant selon eux en effet par une diminution du nombre de conditions liées à l'investisseur afin de bénéficier de ces régimes de faveur. Il a dès lors été procédé à une étude des insuffisances des « incitations à la sortie » mises en place par le législateur jusqu'ici au regard des besoins précédemment identifiés.

Cette insuffisance a pu selon nous s'expliquer par le double objectif que le législateur a assigné à ces dispositifs de faveur : user de la fiscalité comme outil de compensation du risque pris par l'investisseur d'une part, favoriser un investissement de long-terme de l'autre. La conséquence de ce double objectif a en effet été de trop se placer dans une logique anti-abus s'attachant bien plus à l'investisseur – par l'intermédiaire de conditions de durée de détention ainsi que de seuils de participation minimaux – qu'à l'entreprise dans laquelle a lieu l'investissement. Cette approche du législateur a entraîné une insuffisance prise en compte du risque, celui-ci étant en effet comme nous l'avons démontré uniquement lié à l'entreprise à notre sens.

Ce constat de l'insuffisance des régimes de faveur mis en place par le législateur effectué, il s'est alors agi de formuler un certain nombre de propositions qui permettraient une meilleure intégration de la notion de « risque » dans ces régimes de faveur. La solution nous est alors apparue être à deux niveaux : il s'agissait d'une part de recentrer les conditions pour bénéficier de ces régimes de faveur sur une notion de jeune entreprise innovante appréciée plus strictement (par un recentrage exclusif sur les trois éléments permettant d'apprécier ce risque au niveau de l'entreprise : la taille de celle-ci, son âge ainsi et son rapport à l'innovation) et de l'autre d'insérer la notion de risque comme élément déterminant l'importance des avantages offerts par ces régimes de faveur (et non de ne l'utiliser que comme simple condition pour ensuite fonder les variations d'avantages à partir de la durée de détention des titres par l'investisseur, comme c'est par exemple le cas dans le cadre de l'abattement majoré du 1 quater A du I de l'article 150-0 D du CGI).

Finalement, nous nous sommes ensuite attachés dans un dernier temps à démontrer en quoi les « incitations à l'entrée » ne constituaient pas une réponse efficace à ce besoin en financement manifesté par les jeunes entreprises innovantes. L'absence de prise en compte du risque au niveau de l'investisseur qu'elles impliquent vient en effet nuire à notre sens à leur efficacité (cette absence de prise en compte du risque étant d'ailleurs structurellement lié au principe même des « incitations à l'entrée ») de part la situation de rente qu'il implique au niveau d'un investisseur certain de bénéficier dans tous les cas d'un avantage. C'est donc ainsi la question même des modalités de l'intervention étatique dans le domaine de l'aide au financement des jeunes entreprises innovantes qui a finalement été posée, celle-ci devant à notre sens être davantage tournée vers un soutien à l'émergence d'un important marché privé du capital-risque français (ce soutien étant assuré par des « incitations à la sortie » impliquant une intervention indirecte de l'Etat) que vers la poursuite d'un lien de dépendance entre ce

marché et l'Etat (cette dépendance étant très bien caractérisée par les « incitations à l'entrée », ainsi que par l'importance prise par Bpifrance depuis quelques années). C'est ainsi dans ce contexte – et parce qu'il nous est apparu qu'il n'était cohérent de mettre en place une politique d'intégration du risque que si celle-ci était complète et offrait donc de réels avantages à ceux prenant ce risque effectif – que nous avons considéré qu'il serait pertinent pour le législateur d'effectuer, dans un cadre budgétaire où les deux types d'incitations ne pouvaient être chacune pleinement menée, un recentrage de ces incitations fiscales en faveur du capital-risque sur les seules incitations à la sortie. Celles-ci étant plus efficaces, plus justes en ce qu'elles sont mieux à même de prendre en compte le risque effectivement pris par l'investisseur et, à long-terme, plus à même de favoriser l'essor d'un secteur dynamique et performant du capital-risque en France.

Ainsi en avons-nous tiré la conclusion suivante : il s'agit de mieux prendre en compte le risque au niveau des mécanismes d'exception au régime dérogatoire des cessions de titres d'une part, mais aussi de manière plus large encore de mieux permettre sa prise en compte en se recentrant exclusivement sur le type d'incitations étant le plus à même de permettre cette prise en compte, soit sur les « incitations à la sortie ». Telles seraient donc nos deux grandes réponses à la problématique posée initialement. Cela dit, il nous paraissait important de formuler dans cette conclusion, au-delà de cette réponse à notre problématique, un certain nombre de remarques permettant d'appréhender le sujet plus largement encore. Ainsi dans un premier temps pourra-t-on faire remarquer que nous ne nous sommes finalement que peu attachés à une réflexion autour de l'intégration du risque dans le mécanisme de la moins-value. L'explication à cela tient à notre sens du fait que la moins-value est un mécanisme permettant en soi une compensation partielle du risque par la fiscalité de par l'avantage fiscal qu'elle offre à l'investisseur n'ayant pas obtenu de succès dans son investissement. Il n'existe ainsi pas de régime dérogatoire au régime général des moins-values de cession de titres qui aurait été instauré en faveur du capital-risque. Peut-être toutefois le législateur pourrait-il – c'est là une demande d'un certain nombre d'acteurs du capital-risque – permettre l'imputation de celles-ci sur l'ensemble du revenu global de l'investisseur et non seulement sur les plus-values que celui-ci a réalisées. Si l'avantage offert par ce régime des moins-values serait dès lors plus important encore et qu'il apparaît qu'une réflexion sur une telle évolution ne peut que nous paraître à propos, il ne nous a toutefois pas semblé nécessaire d'avoir à opérer une réflexion sur la notion de « risque » pour proposer l'amélioration d'un régime constituant déjà une aide substantielle aux investisseurs. Telle est donc la raison pour laquelle nous ne

sommes pas allés plus loin que cette description du régime général des moins-values de cession de titres dans ce travail de recherche.

La deuxième remarque se rapporte à la démarche que nous avons retenue pour appréhender la notion de « risque » au sein du mécanisme de la plus-value. Si celle retenue a été d'appréhender cette notion à travers l'étude critique des conditions instaurées par le législateur afin de bénéficier des régimes d'exceptions en faveur du capital-risque, il apparaît qu'une autre méthode au moins eut pu être utilisée. Celle-ci aurait consisté, sur la base d'une réflexion remontant aux différentes approches économiques de la notion de plus-value, à d'abord s'interroger sur le fait de savoir si celle-ci constituait économiquement un gain en capital ou un revenu (selon la distinction notamment opérée par René Cartier²⁰¹ entre plus-value issue d'un travail personnel ou profit non gagné (hausse du prix d'un terrain sans que son propriétaire n'en soit la cause par exemple)). De cette base, et en s'appuyant sur une étude historique de la prise en compte des plus-values par la fiscalité (intégration progressive tout au long du XXème siècle, soit un élargissement comparable à celui connu par l'impôt sur le revenu durant cette période, l'impôt sur le revenu ayant d'ailleurs finalement intégré et par là généralisé l'imposition des plus-values par la loi du 19 juillet 1976²⁰²), il aurait probablement été pertinent de réfléchir à une prise en compte du risque pris par l'investisseur en s'appuyant sur la relation entre le risque et la distinction précédemment évoquée entre profit gagné et profit non gagné. Ainsi aurait-il pu être admis qu'un risque important permet, du fait que la situation devienne en effet indépendante de l'action de l'investisseur, de considérer qu'il s'agit alors d'un profit non gagné qui ne peut donc être économiquement (et même fiscalement²⁰³) considéré comme un revenu. Ainsi pourrait-on justifier théoriquement une exonération d'IR des PV réalisées lors d'opérations d'investissement risquées et en venir par

²⁰¹ Thèse de René Cartier de 1948, « Le régime fiscal de la plus-value ».

²⁰² Pour plus de précisions sur ce basculement à l'IR de l'imposition des plus-values (basculement marquant également la généralisation de l'imposition sur les plus-values en France) dû à cette loi du 19 juillet 1976, lire la thèse de Pierre Courtois (« L'imposition des plus-values ») de 1978.

²⁰³ Il pourrait être en effet fait alors un parallèle avec la fiscalité des jeux de hasard dont le principe est une non-imposition des gains perçus dans ce cadre (« *Les gains réalisés à l'occasion de jeux, même pratiqués de manière habituelle, ne constituent pas, au sens de l'article 92 du CGI, une occupation lucrative ou une source de profits devant donner lieu à imposition* », rapport de la Cour des Comptes sur « La régulation des jeux d'argent et de hasard » rendu public le 19 octobre 2016) mais d'une imposition dans la catégorie des bénéfices commerciaux des « *gains réalisés par les joueurs professionnels dans des conditions permettant de supprimer ou d'atténuer fortement l'aléa normalement inhérent aux jeux de hasard* ». Où situer alors l'aléa ? Tel aurait ainsi pu être une autre manière d'appréhender le risque.

ce prisme à une réflexion sur la pertinence des dispositifs actuellement en vigueur en faveur du capital-risque.

Enfin, notre dernière remarque consiste à replacer cette étude sur l'intégration du risque dans le mécanisme des plus-values en vue de favoriser le capital-risque et par là un meilleur financement des jeunes entreprises innovantes en France dans son contexte plus global : soit celui de la création d'un cadre fiscal plus favorable encore au développement de ces jeunes entreprises innovantes en France, au-delà de la seule problématique de leur financement. Ainsi apparaît-il que la réflexion qu'il s'agit de porter sur la meilleure manière de favoriser fiscalement l'investissement dans ces entreprises ne peut, pour le législateur, s'appréhender indépendamment de l'imposition des bénéfices de ces entreprises, de la fiscalité des bons de souscriptions d'actions (BSA) ou bons de souscription de parts de créateurs d'entreprise (BSPCE) servant à attirer des talents dans les jeunes entreprises innovantes en les intéressant au capital ou encore de la question du traitement fiscal des intérêts lorsque des sommes sont prêtées – prêts à risque donc – à ces jeunes entreprises innovantes. Serait-il pertinent d'à chaque fois intégrer la notion de risque à ces différentes problématiques afin de favoriser ces jeunes entreprises innovantes dans tous les domaines ? En somme, le raisonnement développé dans ce travail de mémoire est-il transposable ailleurs ? Ainsi pourrait donc commencer une nouvelle réflexion quant à un régime fiscal global de la jeune entreprise innovante qui serait dérogatoire aux régimes normaux quel que soit le domaine du fait de cette notion de risque. Un véritable soutien de la fiscalité aux jeunes entreprises innovantes ne se fera-t-il pas finalement qu'à ce prix ?

Bibliographie

- Les cycles d'affaires, Joseph Schumpeter, 1939.
- L'âge de la multitude : entreprendre et gouverner après la révolution numérique, Nicolas Colin et Henri Verdier, 16 mai 2012.
- Quelle performance pour les portefeuilles de capital-risque ? Ecart entre croyance et réalité, Gerasymenko V., Grandsart R., Krieger E. & Medjad K. (2011).
- Droit Fiscal des Affaires, Daniel Gutmann, 6^{ème} édition, 30 août 2016.
- Risk, Uncertainty and Profit, Frank Knight, 1921.
- Le régime fiscal de la plus-value, René Cartier, thèse soutenue en 1948.
- L'imposition des plus-values, Pierre Courtois, thèse soutenue en 1978.
- Cession et acquisition d'actifs, Patrice Couturier, 26 mai 2010.
- La fiscalité du capital-risque, Fabien Radisic, thèse soutenue en 1997.
- Plus-values des particuliers, Editions Francis Lefèbvre, 7 mai 2014.
- Réformes fiscales 2013, Editions Francis Lefèbvre, 24 avril 2013.
- L'imposition fiscale des plus-values de cession de valeurs mobilières, Daniel Bompis, thèse soutenue en 1947.

- Rapport de l'OCDE du 14 décembre 2015, « Perspectives de l'économie numérique de l'OCDE 2015 ».
- Rapport d'information déposé à l'Assemblée Nationale le 14 mai 2014 par la Commission des affaires économiques, « Le développement de l'économie numérique française ».
- Note du Conseil d'Analyse Economique (CAE) d'octobre 2015, « Faire prospérer les PME ».
- Note de la Direction Générale du Trésor de juin 2010, « La désindustrialisation en France ».
- Etude réalisée par Bain & Company et Raise France du 19 mars 2015, « L'accompagnement des jeunes entreprises de croissance française ».
- Rapport parlementaire déposé à l'Assemblée Nationale le 16 septembre 2015, « Mission d'information sur l'investissement productif de long-terme ».
- « Livre Blanc à destination des candidats à l'élection présidentielle de 2017 », France Angels, juin 2016.
- Note de la fondation IFRAP du 9 juin 2011, « Entreprises : l'equity gap français ».
- Etude réalisée par Ernst & Young et l'AGEFI du 29 juin 2016, « Performances nettes des acteurs du capital-investissement à fin 2015 ».
- Rapport du think-tank GenerationLibre du 3 août 2014, « Pour limiter l'investissement public ».

- Mission d'expertise réalisée par Nicolas Colin (Inspecteur des finances) et Pierre Collin (Conseiller d'Etat) sur « La fiscalité de l'économie numérique » de janvier 2013.
- Etude réalisée par KPMG France et Financement Participatif France du 21 février 2017, « Baromètre Crowdfunding 2016 ».
- Etude réalisée par l'ANSA (Agence National des Sociétés par Actions) en mars 2016, « Dossier sur les prélèvements fiscaux et sociaux sur le capital investi en actions et en obligations ».
- Note du Conseil d'Analyse Economique (CAE) d'octobre 2010, « Investissement et investisseurs de long-terme ».
- Etude de l'Institut Montaigne de septembre 2013, « Mettre enfin la fiscalité au service de la croissance ».
- Rapport de la Cour des Comptes du 15 septembre 2016, « La dépense fiscale ISF-PME ».
- Rapport de la Cour des Comptes du 16 novembre 2016, « BpiFrance : une mise en place réussie, un développement à stabiliser, des perspectives financières à consolider ».
- Rapport de la Cour des Comptes du 19 octobre 2016, « La régulation des jeux d'argent et de hasard ».
- Rapport de la Chambre de Commerce et d'Industrie d'Ile-de-France du 3 septembre 2015, « Fiscalité du capital et entrepreneuriat ».
- Note du Conseil d'Analyse Economique d'octobre 2015, « L'Economie Numérique ».
- Note du Conseil d'Analyse Economique de septembre 2013, « La fiscalité des revenus du capital ».
- Rapport de France Stratégie d'avril 2017, « Fiscalité de l'épargne financière et orientation des investissements ».

