

Élections présidentielle et législatives 2017

---

# CROISSANCE ET CRÉATION D'EMPLOIS

---

16 PROPOSITIONS  
POUR FAIRE DU CAPITAL-INVESTISSEMENT  
FRANÇAIS LE N°1 EUROPÉEN,  
ET ACCÉLERER LA CROISSANCE  
DES START-UP, PME ET ETI



ASSOCIATION FRANÇAISE  
DES INVESTISSEURS  
POUR LA CROISSANCE

### ■ Le capital-investissement, un acteur économique de 1<sup>er</sup> plan pour la croissance et l'emploi

Les 300 sociétés de capital-investissement membres de l'AFIC accompagnent plus de 6 500 entreprises dans leur transformation pour faire face, au quotidien et sur le terrain, aux défis d'un monde économique toujours plus complexe, global et en mutation. Il s'agit d'un écosystème dense et varié qui apporte non seulement du capital, carburant indispensable pour financer les projets de croissance, mais aussi un talent actionnarial pour soutenir dans la durée la diversité d'ambitieux projets entrepreneuriaux.

Le capital-investissement français est devenu en 30 ans un acteur de premier plan par son empreinte économique. Les entreprises accompagnées ont un chiffre d'affaires cumulé d'environ 225 milliards d'euros, équivalent à 1/5<sup>ème</sup> de celui du CAC40. Elles représentent 1,4 million d'emplois, près de 9% de l'emploi du secteur marchand en France (hors secteur agricole). Elles croissent trois fois plus vite que l'économie française et créent beaucoup plus d'emplois (256 000 dans les entreprises non cotées entre 2010 et 2015, quand le secteur marchand a généré seulement 15 000 emplois supplémentaires).

### ■ Le capital-investissement, une nouvelle forme d'actionnariat

Longtemps perçu comme un métier financier, le capital-investissement incarne la montée en puissance d'une nouvelle forme d'actionnariat professionnel adaptée au monde moderne : **la 4<sup>e</sup> voie capitaliste**, aux côtés de la Bourse, de l'actionnariat familial et de l'actionnariat d'État.

Un actionnariat qui a pour particularité d'être de proximité et à visage humain, fortement impliqué dans la durée, dans l'accompagnement, la transformation et la croissance des entreprises. Un actionnariat de rotation, tous les 5 à 6 ans, qui s'ajuste à chaque étape de croissance, et qui est collectif compte tenu de la diversité des bailleurs de fonds qui lui confient des capitaux à investir et à rémunérer. Un actionnariat responsable, soucieux de mettre le respect de l'environnement, le développement de relations sociales équilibrées et la bonne gouvernance au cœur de ses pratiques. Le marché français du capital-investissement est ainsi le pionnier et le leader mondial pour sa gestion des enjeux Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG).

---

L'Association Française des Investisseurs pour la Croissance (AFIC) regroupe les professionnels de l'investissement en capital dans les start-up, PME et ETI, dans tous les secteurs, des plus technologiques aux plus traditionnels, ainsi que dans les grands projets d'infrastructure.

---

■ **L'AFIC, une ambition pour l'économie française**

Facteur de dynamisation de l'économie, le capital-investissement français porte l'ambition d'aider les entreprises à changer de taille. Le nombre des entreprises entre 10 et 250 salariés est 25% plus faible en France qu'au Royaume-Uni et 40% plus faible qu'en Allemagne. Or, ce sont elles qui tirent l'emploi et la croissance d'un pays. Dès lors, l'AFIC s'est fixé pour objectif de doubler le marché du capital-investissement français à moyen terme pour irriguer encore plus les entreprises en capitaux et soutenir des projets audacieux, moteurs de la croissance de demain.

■ **Les 16 propositions de l'AFIC, pour un nécessaire déblocage des freins à la croissance**

Pour atteindre cet objectif ambitieux mais réaliste, l'AFIC entre en campagne économique et porte 16 propositions à destination des candidats aux élections présidentielle et législatives. Ces propositions visent 4 objectifs pour éliminer les frottements qui grippent la fluidité de l'alimentation des entreprises en capital.

**1<sup>er</sup> objectif**, orienter plus fortement l'abondante épargne française vers le financement en fonds propres des start-up, PME et ETI dans l'intérêt des épargnants français et dans le souci de préserver la souveraineté économique de la France.

**2<sup>e</sup> objectif**, adopter une fiscalité incitative à l'investissement, tant pour assurer une meilleure rotation du capital, que pour favoriser l'investissement des personnes physiques en actions.

**3<sup>e</sup> objectif**, développer des mécanismes adaptés pour partager la valeur créée avec les salariés, les cadres et les dirigeants des entreprises.

**4<sup>e</sup> objectif**, relever le défi du financement de l'innovation et des infrastructures.

Il est nécessaire de conjuguer le savoir-faire entrepreneurial, le dynamisme actionnarial et le levier de la puissance publique pour faire de la France un pays qui retrouve un rang économique à la hauteur de ses talents. Les prochaines élections présidentielle et législatives sont une opportunité, celle à ne pas rater tant s'accélère la vitesse de la transformation économique.

—

**LES 16**

**PROPOSITIONS**

**DE L'AFIC**

—

# A

## ORIENTER PLUS D'ÉPARGNE FRANÇAISE VERS L'ACTIONNARIAT DES START-UP, PME ET ETI

- n°1** Fixer des orientations nationales pour relever le défi du financement en fonds propres des entreprises non cotées
- n°2** Réviser les règles prudentielles des investisseurs institutionnels
- n°3** Favoriser l'accès à l'investissement des contrats d'assurance-vie

# B

## FAVORISER L'INVESTISSEMENT DE LONG TERME DANS LES ENTREPRISES

- n°4** Favoriser l'ouverture et la rotation du capital des entreprises en supprimant l'ISF
- n°5** Construire un environnement favorable au réinvestissement des plus-values en fonds propres des start-up, PME et ETI
- n°6** Réformer la taxation des plus-values mobilières avec une flat tax à 25%
- n°7** Harmoniser le régime de transparence des sociétés de personnes au niveau européen pour encourager l'investissement étranger en France
- n°8** Simplifier les dispositifs de limitation de déductibilité des charges financières

# C

## PARTAGER LA CRÉATION DE VALEUR AVEC LES SALARIÉS, LES CADRES ET LES DIRIGEANTS DES ENTREPRISES

- n°9** Revoir le régime des attributions gratuites d'actions pour généraliser son développement
- n°10** Mettre en place un régime de partage de valeur avec les salariés des entreprises adapté aux PME
- n°11** Apporter une sécurité fiscale au régime existant du partage de la valeur avec les cadres et dirigeants : *management package*

# D

## ACCOMPAGNER LES DÉFIS SPÉCIFIQUES DU FINANCEMENT DE L'INNOVATION ET DE L'INFRASTRUCTURE

- n°12** Elargir les conditions de la garantie « fonds propres » des véhicules de capital-innovation
- n°13** Créer des fonds d'investissement secondaires pour faciliter les sorties des investisseurs en capital-innovation
- n°14** Promouvoir le *Corporate Venture* comme nouvelle source de financement du capital-innovation
- n°15** Aménager le régime fiscal des FIP et des FCPI
- n°16** Financer les infrastructures avec un juste recours à l'endettement

**A \_  
ORIENTER  
PLUS D'ÉPARGNE  
FRANÇAISE VERS  
L'ACTIONNARIAT  
DES START-UP,  
PME ET ETI**

---

Seulement 1% de l'épargne gérée par les investisseurs institutionnels français est investie dans les entreprises non cotées. Ce ratio est de 3% pour les assureurs européens et de 6% pour les caisses de retraite nord-américaines.

3 propositions pour rattraper ce retard.

---

- n°1** Fixer des orientations nationales pour relever le défi du financement en fonds propres des entreprises non cotées
- n°2** Réviser les règles prudentielles des investisseurs institutionnels
- n°3** Favoriser l'accès à l'investissement des contrats d'assurance-vie



## FIXER DES ORIENTATIONS NATIONALES POUR RELEVER LE DÉFI DU FINANCEMENT EN FONDS PROPRES DES ENTREPRISES NON COTÉES

L'AFIC appelle à une mobilisation forte de l'État pour renforcer l'investissement en fonds propres dans les PME et ETI. Cet objectif est nécessaire à une relance de la croissance en France et de l'emploi.

■ **L'État doit mobiliser les investisseurs qui gèrent l'épargne nationale** (assurance-vie, livrets d'épargne, épargne retraite, épargne salariale) pour orienter de manière équivalente à ce qui est observé dans le reste de l'Europe, cette épargne vers le capital-investissement. L'État doit encourager cette orientation au titre de la diversification nécessaire qui permet une bonne gestion en termes de risque et de rendement. L'État doit aussi inciter au capital-développement car celui-ci permet le développement d'entreprises de proximité, fortement implantées dans les régions de France et puissamment créatrices d'emplois (256 000 emplois nets créés entre 2010 et 2015 dans les sociétés non cotées des portefeuilles de fonds de capital-investissement).

■ **L'État doit confirmer et pérenniser l'action de BPI France en soutien du financement en fonds propres de l'économie.** Comme le relevait le rapport de la Cour des Comptes consacré à la banque publique 3 ans après sa création, ce rôle est positif notamment dans sa dimension « fonds de fonds », qui permet de mieux orienter l'épargne nationale sous la forme de dotations de la banque transformées en investissements dans des fonds et concourant ainsi à un effet d'entraînement multiplicateur de l'investissement dans des entreprises en France. En particulier, l'initiative « France Investissement » a constitué une solution efficace permettant de fédérer autour d'une initiative publique des investisseurs institutionnels qui ne seraient pas venus souscrire spontanément dans des fonds de taille petite à moyenne, notamment les fonds de capital-innovation et les fonds régionaux, et a ainsi permis l'émergence de fonds créant un maillage d'investissement sur le territoire dans des entreprises de taille plus modeste ou de création plus récente.



■ **Au-delà de cette mobilisation, l'État peut décider seul, lorsqu'il est en position de le faire (direction des fonds d'épargne, conseil d'administration des caisses de retraite par exemple) d'un accroissement de ce type d'investissement.** L'État doit également convaincre les partenaires sociaux impliqués dans la gouvernance paritaire de certaines institutions financières de la pertinence de tels investissements, caractérisés par le long terme (plus de cinq ans), l'utilité économique nationale (le capital-investissement est un contributeur essentiel au financement de la transmission des entreprises, de l'innovation, de l'exportation et de l'internationalisation), et l'utilité sociale (entreprises de proximité créant de l'emploi). L'État doit notamment permettre aux caisses de retraite nationales qui mènent des politiques d'investissement de long terme de recourir au capital-investissement, à l'instar d'une politique largement répandue à l'étranger chez les fonds de pension.

■ **L'État pourrait afficher et communiquer sur l'effort consenti en ce sens.** Ce serait l'occasion de présenter au Parlement notamment, les moyens mis en œuvre pour que l'épargne française, perçue comme un atout national, se transforme en investissement dans les PME et ETI. Une place à part devrait être réservée en ce sens pour une présentation de l'effort en faveur du financement de l'innovation. Enfin l'État pourrait utilement agréger à cette occasion les chiffres du financement communautaire des PME et ETI en fonds propres, décidés dans le cadre du plan Juncker et apprécier son effet d'entraînement auprès d'investisseurs privés.

## RÉVISER LES RÈGLES PRUDENTIELLES DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Lors de la négociation des accords internationaux en matière de régulation bancaire ou assurantielle, la France doit prendre pleinement en considération l'objectif de financement de l'économie.

À ce titre, un objectif de rattrapage d'autres économies en termes de financement du capital-investissement doit être fixé et, pour y parvenir, il est nécessaire d'intégrer l'obligation de favoriser les investissements en titres de PME-ETI par les investisseurs institutionnels nationaux. La classe d'actifs du capital-investissement doit donc recevoir un traitement plus favorable que celui qui lui est réservé aujourd'hui dans les textes de régulation bancaire ou assurantielle.

L'AFIC avait, depuis l'origine des débats sur Solvabilité 2, mis en question les méthodes de calcul qui étaient retenues pour apprécier le risque lié à l'investissement en titres de PME non cotées. Cette évaluation contradictoire a conduit à la révision de la calibration pour le capital-investissement et à l'abaissement du taux de calibration de 49% à 39%.

Cette amélioration dans l'approche du risque de l'investissement en non coté est un pas dans la bonne direction mais cette appréciation demeure excessive au regard du risque réel lié à ce type d'investissement. Aussi, ceci devrait être suivi d'une diminution supplémentaire des obligations de chargement en fonds propres pour tenir compte des risques réels de la classe d'actifs, soumise à une faible volatilité et à une absence de risque systémique. Les études menées en matière de calcul du risque sur cette classe d'actifs montrent que le taux de chargement en fonds propres devrait se situer aux alentours de 30 % plutôt que de 39%. Un tel aménagement conduirait à une reprise de l'investissement non coté sans détériorer la prudence nécessaire lors de la diversification des investissements des assureurs.



Cette position a été confortée par la publication de trois rapports publics faisant le même constat et la même recommandation concernant la directive Solvabilité 2 :

■ **Le premier rapport (Le Financement de l'Investissement des Entreprises par François Villeroy de Galhau-Août 2015)** relève que Solvabilité 2 peut décourager la prise de risque pour les assurances alors même qu'il est souhaitable de favoriser l'investissement « à risque » et de long terme. C'est pourquoi le rapport recommande de réviser dès à présent Solvabilité 2 en faveur des investissements à risque.

■ **Le deuxième rapport (Rapport d'information sur l'investissement productif de long terme présenté par les députés Christophe Caresche et Olivier Carré - Septembre 2015)** relève que le rôle de l'assurance-vie dans le financement en fonds propres des PME et ETI est déjà limité et que l'on peut légitimement craindre que l'entrée en vigueur de nouvelles contraintes de solvabilité n'accroisse cette tendance. Le rapport recommande une renégociation de Solvabilité 2 pour mettre au point un dispositif plus favorable aux investissements productifs de long terme, notamment dans les PME non cotées (proposition n° 15).

■ **Un troisième rapport signé par Fabrice Demarigny (« 25 recommandations pour une Union des marchés de capitaux axée sur l'investissement et le financement ». 18 mai 2015)** est sévère sur les effets de la mise en œuvre de Solvabilité 2, en indiquant que le cadre prudentiel de Solvabilité 2 crée des incitations négatives à l'investissement de long terme et à la prise de risque, qui ne sont pas justifiées en termes de stabilité financière. Une extension de la définition des « investissements stratégiques » pour mieux couvrir les actions non cotées serait une réelle amélioration.

## FAVORISER L'ACCÈS À L'INVESTISSEMENT DES CONTRATS D'ASSURANCE-VIE

Une des sources d'alimentation de l'investissement en fonds propres des PME-ETI à l'avenir repose sur l'orientation des contrats d'assurance-vie.

De manière à proposer aux épargnants/assurés de donner à leur épargne un rendement nettement supérieur à ce qu'il est aujourd'hui en raison des faibles taux d'intérêt, il convient de rendre possible et d'encourager l'orientation des contrats en unités de compte vers les parts de fonds de capital-investissement comme cela est d'ailleurs possible dans d'autres Etats membres de l'Union européenne (cf. Luxembourg).

L'accès à l'investissement des contrats d'assurance-vie est ouvert, réglementairement, à seulement certains types de véhicules d'investissement. Les unités de comptes ne peuvent ainsi investir que dans des parts de FCPR agréés.

Il est aujourd'hui nécessaire de revoir cette approche en offrant aux souscripteurs la possibilité de souscrire dans toutes catégories de fonds de capital-investissement capables de délivrer de la performance. En vue de faciliter cette démarche, une première étape a été franchie par la possibilité de remettre les parts ou actions de fonds français de capital-investissement lors du rachat ou du dénouement du contrat d'assurance-vie (loi Macron).

Maintenant, il convient d'aller vers une nouvelle étape en étendant le champ d'application de l'article R 131-1 du code des assurances aux parts ou actions de fonds professionnels de capital-investissement (FPCI) et aux fonds professionnels spécialisés (y compris les parts de sociétés de libre partenariat).

**B \_**

**FAVORISER**

**L'INVESTISSEMENT**

**DE LONG TERME**

**DANS LES**

**ENTREPRISES**

---

Seulement 5% des PME françaises de plus de 9 salariés ont ouvert leur capital à des actionnaires professionnels ces 15 dernières années, et on estime à 125 000 le nombre de PME et ETI familiales dont les dirigeants ont dépassé 60 ans. Parallèlement la France est l'un des pays dont la fiscalité sur les valeurs mobilières est la plus lourde et la plus complexe. 5 propositions pour fluidifier l'investissement.

---

- n°4** Favoriser l'ouverture et la rotation du capital des entreprises en supprimant l'ISF
- n°5** Construire un environnement favorable au réinvestissement des plus-values en fonds propres des start-up, PME et ETI
- n°6** Réformer la taxation des plus-values mobilières avec une *flat tax* à 25%
- n°7** Harmoniser le régime de transparence des sociétés de personnes au niveau européen pour encourager l'investissement étranger en France
- n°8** Simplifier les dispositifs de limitation de déductibilité des charges financières



## FAVORISER L'OUVERTURE ET LA ROTATION DU CAPITAL DES ENTREPRISES EN SUPPRIMANT L'ISF

L'AFIC constate comme d'autres associations professionnelles et notamment l'ANSA, que l'ISF est loin de la neutralité économique qui serait exigée de toutes impositions.

Au contraire, cet impôt présente plusieurs caractéristiques défavorables à l'investissement en France et c'est pour ces raisons que l'AFIC appelle à sa suppression.

La définition des biens professionnels exonérés d'ISF est d'une grande complexité. Elle ne repose sur aucun raisonnement économique pertinent, faisant qu'en dessous des seuils de détention de titres cotés ou non cotés les personnes physiques peuvent se retrouver assujetties ou pas à l'impôt. Cette situation est préjudiciable au développement de l'entreprise qui rend nécessaire des évolutions de son actionariat notamment pour pouvoir accueillir de nouveaux investisseurs.

En obligeant à conserver les titres pour des raisons fiscales, l'ISF empêche une saine respiration de l'entreprise au détriment de sa capacité à croître en innovant. Certains mettent en avant la corrélation entre l'existence de cet impôt figeant le capital et le relatif faible nombre d'ETI en France. À cela s'ajoute les délocalisations de personnes physiques en raison de l'ISF, ce qui prive d'autant notre pays de compétences managériales et de capacités d'investissement dans des entreprises françaises.

Le meilleur moyen de mettre fin à ces effets anti économiques et disqualifiants par rapport à une situation du reste de l'Europe qui ne connaît pas ces contraintes, est de supprimer cet impôt.

## CONSTRUIRE UN ENVIRONNEMENT FAVORABLE AU RÉINVESTISSEMENT DES PLUS-VALUES EN FONDS PROPRES DANS LES START-UP, PME ET ETI

Le compte PME innovation voté en loi de finances rectificative pour 2016 est un dispositif lourd et complexe. Il ne répond que partiellement aux attentes des investisseurs

Afin de construire un environnement favorable au réinvestissement des plus-values de valeurs mobilières des personnes physiques et créer ainsi un cercle vertueux du financement des PME et des ETI, il serait préférable d'optimiser le dispositif de réemploi existant prévu à l'article 150-0 B ter du code général des impôts. Ce dispositif a le mérite d'être simple et d'avoir démontré son efficacité.

Pour se faire, l'AFIC propose d'étendre l'éligibilité de ce dispositif aux souscriptions de parts de fonds de capital-investissement (FPCI, FCPR, FIP, FCPI et SLP) et d'actions de SCR afin de permettre aux personnes ayant cédé une participation de bénéficier du report d'imposition en cas de souscription à ce type de véhicules.

Le dispositif encouragera notamment les entrepreneurs à réinvestir dans des fonds mutualisés d'investissement.

## RÉFORMER LA TAXATION DES PLUS-VALUES MOBILIERES AVEC UNE FLAT TAX À 25%

Le régime français de taxation des plus-values mobilières pour les personnes physiques a évolué en 2012 pour s'aligner sur le barème de l'impôt sur le revenu.

Des coefficients d'abattement des plus-values liés à la durée de détention des titres ont été mis en place pour éviter le caractère confiscatoire de l'impôt (50%, 65%, 85%). L'intensité de l'abattement est graduée en fonction également de l'âge de l'entreprise dont la personne physique détient des parts. À cela s'ajoute un prélèvement social de 15,5%, sans modulation.

Ce mécanisme est d'une grande complexité et ne permet pas de présenter un régime incitatif capable de visualiser clairement le niveau de prélèvement appliqué en France. C'est une différence majeure avec les régimes de taxation des plus-values communément appliqués à l'étranger qui relèvent d'un mécanisme simple : le prélèvement unique forfaitaire libératoire. Enfin, le prélèvement total en France excède de loin la moyenne des prélèvements effectués en Europe sur les plus-values sur titres.

Pour ces raisons, l'AFIC appuie les mécanismes de prélèvement forfaitaire libératoire pour taxer les plus-values sur actions. Ces mécanismes peuvent être modulés en fonction de la durée de détention des titres en encourageant la détention plus longue. De même un tel mécanisme peut tenir compte de la situation plus difficile de la détention des titres de start-up qui doit être encouragée par une fiscalité adaptée à cette circonstance.

Au total, le taux de prélèvement fiscal-social ne devrait en aucune manière excéder la moyenne des taux européens appliqués sur la plus-value de valeurs mobilières. Un maximum de 25% de prélèvement forfaitaire libératoire serait un signal clair en faveur de la détention de titres d'entreprises par les particuliers, de PME et ETI notamment.

## HARMONISER LE RÉGIME DE TRANSPARENCE DES SOCIÉTÉS DE PERSONNES AU NIVEAU EUROPÉEN POUR ENCOURAGER L'INVESTISSEMENT ÉTRANGER EN FRANCE

La création d'un espace juridique unifié en Europe est aussi une des conditions pour favoriser le développement des investissements.

Les investissements transnationaux reposent notamment sur une analyse des conditions juridiques et fiscales de chaque État membre de l'Union européenne, comme pour tout investissement en dehors de l'Union européenne. Les différences nationales présentent un coût pour les investisseurs qui pourrait être réduit en progressant dans le sens d'une plus grande harmonisation.

Une modalité importante de rapprochement des régimes juridiques d'investissement a été décidée en France en 2015 avec la création d'une nouvelle catégorie de véhicule d'investissement : la société de libre partenariat ou SLP. Ce véhicule créé par la loi Macron est d'inspiration européenne et a complété la gamme des véhicules préexistants qui était devenue insuffisante. La SLP est une tentative d'introduction dans le droit commercial français d'une société en commandite simple permettant d'associer dans les organes de gouvernance les investisseurs institutionnels et les gestionnaires des fonds d'investissement, avec leurs responsabilités propres.

Ainsi la SLP reproduit les conditions juridiques auxquelles sont familiers les investisseurs internationaux en se rapprochant des deux véhicules dominants : le *limited partnership* de droit anglo-saxon et la société en commandite spéciale de droit luxembourgeois.

Alors que ce rapprochement juridique a été possible et profite à la place de Paris dans l'offre de structuration de fonds d'investissement, la SLP n'a pas pour autant recouvert tous les aspects des autres véhicules européens en raison d'un régime de transparence fiscale différent entre la France et le reste des États membres de l'Union européenne.

De manière à rapprocher les conditions juridiques et fiscales de l'investissement en Europe, il conviendrait de mettre en œuvre en France un régime fiscal des sociétés de personnes identique en Europe. Ce régime reposerait sur la transparence fiscale pratiquée chez les partenaires de la France et donc de sortir du régime unique de la translucidité qui s'applique en France. Pour cela, le gouvernement pourrait demander de réaliser une étude de comparaison et de faisabilité d'une telle adaptation et décider de changer de régime dans le sens d'une plus grande harmonisation européenne. Cette évolution est souhaitable pour mettre fin aux particularismes français qui continuent de susciter des questions de la part d'investisseurs internationaux, familiers du régime de pleine transparence qui est largement pratiqué dans le monde. Ce rapprochement est souhaitable notamment dans le cadre du Brexit, comme le met en évidence le rapport de Paris Europlace dans son chapitre consacré au capital-investissement.

## SIMPLIFIER LES DISPOSITIFS DE LIMITATION DE DÉDUCTIBILITÉ DES CHARGES FINANCIÈRES

La France a mis en place des règles ciblées en vue de limiter la déductibilité des charges financières.

Ces règles reposent sur six dispositifs complexes et difficiles à appréhender et à articuler entre eux.

Récemment, l'Union européenne a adopté une directive européenne visant à lutter contre l'évasion fiscale (« directive ATAD ») issue des travaux BEPS action 4 de l'OCDE comprenant une règle de limitation de déductibilité des charges financières fondée sur une philosophie et une approche différentes des dispositifs français actuels. En effet, l'article 4 de cette directive prévoit la mise en application d'ici le 1<sup>er</sup> janvier 2024 d'une règle unique de limitation des charges financières qui ne peut excéder 30% de l'EBITDA pour les intérêts dont le montant est supérieur à un seuil de 3 millions d'euros au sein d'un groupe de sociétés. Cette mesure viendrait ajouter une complexité complémentaire qui n'est pas souhaitable pour les entreprises.

Il faut rappeler que la directive ATAD aggravera la situation des entreprises en difficulté, dont nombre devront acquitter l'impôt alors qu'elles sont en perte, pénalisera les entreprises de croissance qui s'endettent avant de constater, en cas de succès, l'amélioration de leur résultat d'exploitation, et, réduira considérablement le volume de projets d'infrastructure viables dans la mesure où ces projets ne peuvent exister qu'avec un recours très important à des emprunts longs.

Il est primordial de veiller à une simplification des dispositifs existants en matière de déductibilité des intérêts d'emprunt afin de mieux appréhender la transposition à venir de la directive ATAD. Corrélativement à l'entrée en application de cette mesure et en vue de maintenir la compétitivité du capital-investissement français, il est important de s'assurer de l'alignement du traitement des entreprises françaises sur celui des entreprises des autres États membres de l'Union européenne et de la correcte adaptation des modalités prévues par la directive.

C \_

**PARTAGER**

**LA CRÉATION**

**DE VALEUR AVEC**

**LES SALARIÉS,**

**LES CADRES ET**

**LES DIRIGEANTS**

**DES ENTREPRISES**

---

Chacun, à tous les échelons de l'entreprise, contribue à faire aboutir un projet collectif. Il est normal que tous, salariés, cadres, dirigeants, puissent être associés à la création de valeur. Or en France l'actionnariat salarié par exemple ne concerne qu'environ 1 salarié sur 5 du secteur marchand, et principalement dans les grandes entreprises. 3 propositions pour avoir un système plus équitable et stable de partage des plus-values.

---

- n°9** Revoir le régime des attributions gratuites d'actions pour généraliser son développement
- n°10** Mettre en place un régime de partage de valeur avec les salariés des entreprises adapté aux PME
- n°11** Apporter une sécurité fiscale au régime existant du partage de la valeur avec les cadres et dirigeants : *management package*



## REVOIR LE RÉGIME DES ATTRIBUTIONS GRATUITES D' ACTIONS POUR GÉNÉRALISER SON DÉVELOPPEMENT

La remise en cause récente du régime des attributions gratuites d'actions issu de la loi Macron est très négative à plusieurs égards (LF 2017).

Tout d'abord, elle envoie une image négative de la France, perçue comme instable sur le plan fiscal.

Elle revient, ensuite, à méconnaître les effets vertueux de ce dispositif tant pour la croissance de l'entreprise que pour les salariés eux-mêmes. Le dispositif des attributions gratuites d'actions est un moyen d'associer les salariés qui ne disposent pas de patrimoine personnel en leur permettant d'accéder au capital de l'entreprise. Il permet de fédérer les dirigeants ainsi que les salariés autour d'un projet d'entreprise. C'est aussi un outil de fidélisation et de témoignage de la confiance donnée aux salariés qui vont mieux s'approprier le projet d'entreprise et en devenir des acteurs privilégiés.

Enfin, il a une valeur d'expérience pour certains salariés qui n'ont jamais possédé de parts dans le capital d'une entreprise. Il leur offre la possibilité de découvrir l'actionariat et de s'y familiariser.

Il est donc urgent de restaurer un dispositif fiscal et social attractif pour les plans d'attributions gratuites d'actions tout en veillant à une stabilité de ces règles dans le temps.

## METTRE EN PLACE UN RÉGIME DE PARTAGE DE VALEUR AVEC LES SALARIÉS DES ENTREPRISES ADAPTÉ AUX PME

Le moteur fondamental du capital-investissement est le renforcement des entreprises qu'il accompagne, et a pour effet, le plus souvent, une progression de la valeur de l'investissement réalisé.

Afin de prendre en compte la contribution des salariés et dirigeants de l'entreprise à ce projet, l'AFIC encourage ses membres (notamment dans le cadre de la Charte d'engagement des investisseurs pour la croissance mise à jour en 2014 et signée par la grande majorité des membres de l'AFIC) à mettre en place des dispositifs d'actionnariat salarié (au travers notamment d'un plan d'attributions gratuites d'actions) et de partage avec l'ensemble des salariés des plus-values réalisées lors de la cession de leurs titres.

Or, cette action de partage en direction des salariés, pour juste et utile qu'elle soit, reste difficile à mener à bien dans la situation juridique actuelle. Les nombreux frottements fiscaux peuvent décourager d'aller dans le sens souhaité.

C'est pourquoi, dans ce contexte, l'AFIC propose de mettre en place un nouveau mécanisme de partage de la création de valeur de l'entreprise permettant à tout actionnaire (acteur du capital-investissement, actionnaire familial, groupe) d'intéresser tous les salariés de l'entreprise aux plus-values qu'il réaliserait lors d'une cession future. Il se décline en l'engagement volontaire d'un actionnaire de rétrocéder, sous certaines conditions, une partie de la plus-value qu'il réaliserait dans le futur, ainsi qu'un plan d'intéressement définissant la répartition de cette rétrocession entre les salariés concernés, à définir en association avec les représentants des salariés dans l'entreprise.

Cette proposition d'ordre législatif viendrait utilement compléter les dispositifs existants d'intéressement de valeur de leur entreprise. Notamment, cette proposition est plus facile à mettre en œuvre que les mécanismes existants dans une petite et moyenne entreprise.

## APPORTER UNE SÉCURITÉ FISCALE AU RÉGIME EXISTANT DU PARTAGE DE LA VALEUR AVEC LES CADRES ET LES DIRIGEANTS : MANAGEMENT PACKAGE

L'objectif des investisseurs en capital consiste à impliquer les dirigeants et les cadres dans le développement de l'entreprise et de leur permettre d'adhérer au projet d'entreprise en prenant un niveau de risque identique à celui de l'investisseur.

C'est une des conditions à l'alignement des intérêts entre investisseurs et entrepreneurs.

Il est donc souvent mis en place, lors de l'entrée au capital d'investisseurs financiers, un *management package*, c'est-à-dire un mécanisme d'investissement pour les dirigeants et les salariés définissant le partage des gains et des pertes réalisés, en fonction de la performance future de l'investissement global et de la prise de risque.

C'est notamment grâce à leur implication, à leur prise de risque personnelle et à leur investissement que les entreprises accompagnées par le capital-investissement sont plus performantes et créent de l'emploi en France. Si on souhaite que le capital-investissement puisse continuer à accompagner le développement des entreprises, il est indispensable que les dirigeants et cadres de l'entreprise puissent investir et prendre des risques dans les entreprises qu'ils gèrent à l'instar de ce qui est réalisé pour les sociétés et start-up innovantes. C'est pourquoi il est crucial de pouvoir clarifier le régime fiscal des *management packages* et éviter que l'insécurité fiscale qui pourrait en découler entraîne une démotivation des entrepreneurs

et par conséquent un ralentissement du marché de la transmission des entreprises. Ce qui ne manquerait pas d'avoir des répercussions sur la croissance des entreprises et sur l'emploi en France.

Alors que le Royaume-Uni s'est doté depuis juillet 2003 d'un encadrement des *management packages*, la France doit à son tour adopter un encadrement préalable et transparent des *management packages* qui reconnaîtrait l'application du régime des plus-values aux parts cédées par les dirigeants d'entreprises (et salariés, le cas échéant), à condition que ces investissements satisfassent plusieurs conditions : (i) l'investissement doit être un investissement à risque, (ii) cet investissement doit représenter un montant significatif pour les dirigeants ou salariés, et (iii) ces mêmes dirigeants ou salariés doivent disposer par ailleurs d'une rémunération normale.

Cette doctrine est nécessaire de manière à éviter les requalifications, par l'administration fiscale de *management packages*, établis en toute bonne foi, en éléments de rémunération, alors que ceux-ci s'accompagnent d'une réelle prise de risque sur le patrimoine du cadre.

D \_

ACCOMPAGNER  
LES DÉFIS  
SPÉCIFIQUES DU  
FINANCEMENT  
DE L'INNOVATION  
ET DES PROJETS  
D'INFRA-  
STRUCTURES



**n°12** Élargir les conditions de la garantie « fonds propres » des véhicules de capital-innovation

**n°13** Créer des fonds d'investissement secondaires pour faciliter les sorties des investisseurs en capital-innovation

**n°14** Promouvoir le « Corporate Venture » comme nouvelle source de financement du capital-innovation

**n°15** Aménager le régime fiscal des fonds d'investissement de proximité (FIP) et des fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI)

**n°16** Financer les infrastructures avec un juste recours à l'endettement

## ÉLARGIR LES CONDITIONS DE LA GARANTIE « FONDS PROPRES » DES VÉHICULES DE CAPITAL INNOVATION

Partant du constat que les entreprises financées par le capital-innovation ont à 95% un chiffre d'affaires inférieur à 5 millions d'euros, il convient de renforcer ce segment du capital-innovation, en particulier sur ce segment intermédiaire entre l'amorçage et le *venture* « classique », dans lequel se situe la très grande majorité des start-up qui cherchent des financements en fonds propres en France.

Il s'agit d'entreprises technologiques de taille intermédiaire, sorties de l'amorçage et pas encore éligibles au financement par des fonds plus *late stage*. Pour développer notre industrie du capital-investissement sur ce marché de l'innovation il faut aider les sociétés de gestion à lever plus de capitaux.

Cet accompagnement de l'industrie et donc ce comblement dans la chaîne de financement pourrait consister à élargir les conditions de la garantie « fonds propres » délivrée par BPI France pour les investissements réalisés dans des PME. Ce mécanisme « France Investissement Garantie » (doté par la Caisse des dépôts et consignations) est bien connu et apprécié des investisseurs en capital-innovation. Il leur permet de garantir en partie les investissements qu'ils réalisent dans des PME au titre des investissements en fonds propres ou des financements en quasi fonds propres qu'ils réalisent. Ce dispositif donne une garantie sur

la base de 50 à 70% des financements éligibles (taux de garantie) plafonnée à 30% des risques globaux (principe du *stop-loss*), dans la limite de 3 millions d'euros par entreprise en portefeuille de moins de 5 ans et de 500 000 euros pour celles qui ont plus de 5 ans.

De manière à renforcer les capacités d'investissement dans les start-up grâce à l'appui constitué par cette garantie en fonds propres, et à couvrir une population d'entreprises qui n'en bénéficie pas de fait aujourd'hui, il convient d'augmenter ce plafond de financements éligibles pris en garantie à 5 millions d'euros par société en portefeuille de moins de 5 ans et à 1 M€ par société de plus de 5 ans.

Une attention particulière doit être apportée aux garanties délivrées au titre des entreprises de biotechnologie, plus intensives en capital et pour lesquelles ce plafond pourrait être adapté sous la forme d'une majoration sectorielle.

## CRÉER DES FONDS D'INVESTISSEMENT SECONDAIRES POUR FACILITER LES SORTIES DES INVESTISSEURS EN CAPITAL-INNOVATION

Le capital-innovation se démarque des autres segments du capital-investissement aussi en raison de la vitesse de rotation des titres des sociétés investies, qui est plus lente, la durée de détention des investisseurs pouvant, dans certains cas, aller au-delà de 10 ans.

En moyenne, elle se situe davantage entre 7 et 8 ans, ce qui constitue un facteur d'immobilisation élevé et peu compatible avec les attentes des investisseurs institutionnels, plus habitués à des retours sur investissement au terme de cinq ans.

De manière à intéresser les investisseurs institutionnels en donnant davantage de liquidité à la classe d'actifs « capital-innovation », il conviendrait de pousser à la création d'un fonds d'investissement secondaire dédié aux rachats de titres détenus par des sociétés de gestion engagées dans des start-up de manière longue. La constitution de ce fonds ou de plusieurs de ces fonds, pourrait prendre la forme d'un appel d'offres organisé par les pouvoirs publics pour la gestion d'une dotation d'une ou plusieurs centaines de millions d'euros provenant de fonds institutionnels et susceptibles de s'investir dans le rachat de ligne de titres de fonds de capital-innovation. Le dispositif, salubre pour constituer un élément de liquidité supplémentaire sur un marché défaillant

de ce point de vue, devrait être encadré sur ses modalités d'investissement (rachat de titres) de manière à garantir son efficacité et son impartialité, notamment en mettant en place des modalités de valorisation des titres exemptes de toutes critiques.

Ce ou ces fonds d'investissement secondaires dédiés au capital-innovation permettraient de rapprocher ce segment de celui du capital développement, pour lequel une pareille situation de relative illiquidité (négative pour les investisseurs institutionnels), n'est pas observée, la durée de détention moyenne des titres se situant entre 5 à 6 ans. Une telle organisation du marché ne manquerait pas de renforcer les capacités attractives du capital-innovation en France.

Ce ou ces fonds secondaires pourraient faciliter également la sortie des entreprises dans lesquelles ils investissent, en se spécialisant tout particulièrement dans la préparation de l'introduction en bourse et /ou la cession à des investisseurs industriels (corporate).



## PROMOUVOIR LE CORPORATE VENTURE COMME NOUVELLE SOURCE DE FINANCEMENT DU CAPITAL-INNOVATION

L'AFIC a salué l'entrée en vigueur du dispositif fiscal favorisant le capital-investissement d'entreprise ou *corporate venture*, depuis le 3 septembre 2016.

Ce dispositif était inspiré d'une précédente proposition de l'AFIC pour encourager les prises de participation des grandes entreprises dans des start-up, soit directement soit au travers de fonds de capital-investissement.

Ce dispositif permet aux grandes entreprises d'amortir sur une durée de 5 ans les investissements réalisés dans des PME innovantes, ce qui accroît mécaniquement la rentabilité du capital-innovation. Il permet d'investir dans la limite de 1% de leur actif, jusqu'à 20% du capital de jeunes entreprises innovantes. Régi par la réglementation européenne sur les aides d'Etat au titre du financement des risques, le dispositif a obtenu l'accord de la Commission européenne pour une période de 10 ans à compter de son entrée en vigueur.

L'entrée en vigueur récente du dispositif ne permet pas de se prononcer sur son impact attendu sur le capital-innovation. Mais il est nécessaire d'ores et déjà d'entreprendre deux types de mesures d'accompagnement :

- **Assurer la promotion du dispositif auprès des grandes entreprises en France pour les sensibiliser à l'effort consenti sur le plan fiscal pour permettre un accroissement de l'investissement en direction des start-up.** Cette promotion pourrait passer par un rappel des vertus attendues de ce type d'investissement (*open innovation*). L'AFIC pourrait utilement contribuer à cette amélioration de la connaissance du mécanisme aux côtés de l'État, puisqu'il s'agit *in fine* de contribuer à renforcer l'effort national de financement de l'innovation.
- **Mettre en place un observatoire du *corporate venture* permettant de mesurer régulièrement le niveau des levées de fonds associées à un tel financement.** Les levées de fonds réalisées par le capital-investissement français auprès des entreprises est d'environ 300 millions d'euros par an. Il conviendrait d'atteindre rapidement le double de ce chiffre, ce qui paraît à la portée des grandes entreprises au regard de leur niveau d'épargne et de leur capacité de financement, et qui correspond à l'objectif plus global de doublement de la taille du marché français du capital-investissement.

## AMÉNAGER LE RÉGIME FISCAL DES FONDS D'INVESTISSEMENT DE PROXIMITÉ (FIP) ET FONDS COMMUNS DE PLACEMENT DANS L'INNOVATION (FCPI)

Ces 5 dernières années, plusieurs réformes sont intervenues pour renforcer l'encadrement des dispositifs FCPI et FIP.

La dernière réforme porte sur la mise en conformité de ces dispositifs avec la réglementation européenne sur les aides d'État.

Compte tenu des enjeux du financement de l'innovation et du tissu entrepreneurial régional, il est primordial de préserver ces deux dispositifs en renforçant les avantages fiscaux qu'ils procurent aux particuliers.

Ainsi, dans l'hypothèse où l'ISF viendrait à être supprimée, le montant des levées de ces fonds calées sur ISF-PME, disparaîtrait par voie de conséquence ce qui serait, en l'absence de dispositif alternatif d'incitation d'investissement vers ce type de fonds, un effet indésirable au regard de l'intérêt général à financer l'innovation et les PME régionales. L'AFIC propose donc de reporter sur l'IR les montants levés en relevant le taux de réduction d'impôt sur le revenu qui passerait de 18% à 30% du montant souscrit et de supprimer le plafonnement introduit en 2012 pour aller jusqu'à la limite d'un million €.

Dans l'hypothèse du maintien de l'ISF, il conviendrait de finaliser la réforme des FCPI et FIP en modifiant le régime existant de la manière suivante :

- la réduction d'impôt serait acquise pour toute souscription de parts de FIP et FCPI, sans que le calcul de la réduction d'impôt soit une variable du pourcentage d'investissement du fonds dans des titres éligibles (sociétés innovantes, PME régionales) comme c'est le cas jusqu'à présent ;

- la réduction d'impôt de l'ISF serait de 40% pour tous les types d'investissement (direct et indirect) et le montant maximal de la réduction d'impôt dans les deux cas se situerait à 45 000 euros, contre 18 000 euros jusqu'à maintenant pour les seuls investissements au capital des FIP et FCPI.

Ces modifications présentent l'avantage de gager les éventuelles augmentations de dépenses fiscales provoquées par la suppression du calcul par transparence et par le relèvement du plafond d'investissement pour les véhicules intermédiés, grâce à une diminution du taux de la réduction d'impôt (40% au lieu de 50%).

Pareillement, pour l'IR, il conviendrait de revenir au taux de réduction d'impôt sur le revenu de 25% pour les souscriptions de parts de FCPI et de FIP et que le montant de la réduction d'impôt sur le revenu sorte du plafonnement général de 10 000 euros pour intégrer le plafonnement de 18 000 euros.

## FINANCER LES INFRASTRUCTURES AVEC UN JUSTE RECOURS À L'ENDETTEMENT

Les instances européennes définissent actuellement des règles et recommandations en matière de reporting, d'analyse crédit et d'allocation de capital à destination des institutions bancaires (recommandation Banque centrale européenne et Bâle IV).

Ces réglementations et recommandations sont susceptibles d'affecter les opérations de financement des infrastructures de type « Brownfield » ou « Corporate ». En effet, les opérations « Brownfield » (reconversion des équipements d'infrastructures existants) ont recours à un endettement dans des modalités similaires à celles mises en place dans le cadre des opérations de capital-transmission.

Ces opérations risquent donc d'être soumises à des contraintes inadaptées, en dépit des caractéristiques fondamentalement différentes des actifs sous-jacents. À titre d'exemple, la Banque centrale européenne (BCE) a lancé une consultation en vue de la mise en place d'une recommandation concernant le financement des actifs LBO, visant en particulier à limiter le levier financier de ces opérations (une limitation correspondant à un pourcentage d'EBITDA est aujourd'hui envisagée, en sus de la nécessité de rembourser la moitié de la dette sur un horizon de 5 à 7 ans).

Il serait dommageable que cette recommandation soit applicable de la même manière aux opérations d'infrastructures « Brownfield », alors que ces opérations peuvent bien souvent, compte tenu de leur nature, supporter des niveaux de levier plus élevés. Ceci entrerait, par ailleurs, en contradiction avec la volonté affichée par les responsables publics de favoriser le développement des infrastructures « Brownfield » en France et plus généralement en Europe, afin de dégager des ressources pour le développement des nouvelles infrastructures.


Une attention toute particulière doit donc être portée à l'évolution des réglementations européennes affectant les institutions financières, afin qu'elles ne soient pas préjudiciables à cette classe d'actifs et que les financements d'infrastructures « Brownfield » ou « Corporate » bénéficient d'un traitement adapté à la nécessité de financer des équipements lourds sur de très longues durées (plus de 10 ans).



---

ASSOCIATION FRANÇAISE  
DES INVESTISSEURS  
POUR LA CROISSANCE

AFIC | 23, rue de l'Arcade | 75008 Paris  
[www.afic.asso.fr](http://www.afic.asso.fr) | +33 (0)1 47 20 99 09

Retrouvez-nous sur   

Imprimé en mars 2017