

***Business angels* et capital-risque en France : les enjeux fiscaux**

Les barrières administratives à la création d'entreprises ont été fortement allégées en France au cours des dernières années. Pour que cette politique porte tous ses fruits en matière d'innovation, la qualité du financement est décisive. Elle permet notamment d'orienter vers la création des compétences rares, souvent attirées aujourd'hui vers la grande entreprise ou la fonction publique. La chaîne du financement des "jeunes pousses" a notamment besoin des *business angels* – personnes extérieures à la sphère privée (famille, amis, etc.), dont la surface financière est suffisante pour engager des investissements à haut risque et haut rendement. Leur assise financière assure aux entrepreneurs un niveau de revenu minimal au cours des deux ou trois années nécessaires au décollage d'un concept innovant. Aux États-Unis, ces investisseurs "amorceur" chaque année plusieurs dizaines de milliers de projets avec des apports moyens de 100 000 à 200 000 dollars. Plus en aval, sur cette chaîne sélective du financement, les fonds de capital-risque prennent le relais, avec des sommes supérieures à 1 million de dollars, pour accompagner le dévelop-

pement des 3 000 à 4 000 projets à plus fort potentiel. Plus en aval encore, le rachat ou la cotation permettent la valorisation des entreprises matures et performantes. Ni la France ni l'Europe continentale ne disposent d'une chaîne de financement de cette envergure. Les *business angels* sont en moindre nombre et interviennent sur des montants de l'ordre de 40 000 euros en moyenne. En sortie, le marché des valeurs de croissance demeure segmenté et peu liquide.

Cette note aborde les enjeux fiscaux qui permettraient de drainer l'épargne des plus fortunés vers les problématiques d'accompagnement et de financement des entreprises en démarrage, soit de façon directe, soit *via* des fonds spécialisés. Le cadre d'incitation actuel est fragmenté par véhicule financier et relativement instable. Par ailleurs, l'agrément dont bénéficient les investisseurs est renégocié régulièrement, ce qui crée une incertitude sur la pérennité de ces dispositifs. Dans ce contexte, la définition de quelques principes éviterait la stratification des dispositifs qui nuit à leur efficacité. ■

► PROPOSITIONS

- 1 Limiter les crédits d'impôt (incitatifs à l'entrée des investisseurs) à la part des investissements les plus risqués, effectivement orientés vers les entreprises en phase d'amorçage, et augmenter les plafonds de réduction d'impôt.
- 2 Généraliser les réductions d'imposition sur les plus-values à l'ensemble des apports en numéraire en faveur des PME non cotées.

LES ENJEUX En France, et en général en Europe, on observe un retard dans les financements véritablement ciblés sur l'investissement d'amorçage et le monitoring des entreprises innovantes. Dans le cas français, la structure d'investissement directe et indirecte (*via* des fonds) est très déséquilibrée : le faible nombre d'investisseurs directs au stade très précoce réduit le vivier de projets à fort potentiel, la rentabilité et les chances de valorisation ultérieure de ces entreprises. Les fonds spécialisés de capital-risque ne se substituent pas à ce maillon manquant et desservent très peu les phases préliminaires. Face à ce constat, il apparaît que les incitations fiscales existantes tournent en partie les investisseurs vers des investissements fiscalement mais non économiquement rentables. Prennent-elles aujourd'hui suffisamment en compte la différenciation des métiers ? Ne doit-on pas les conditionner davantage au risque pris par l'investisseur et à sa contribution réelle à l'accompagnement d'activités naissantes ?

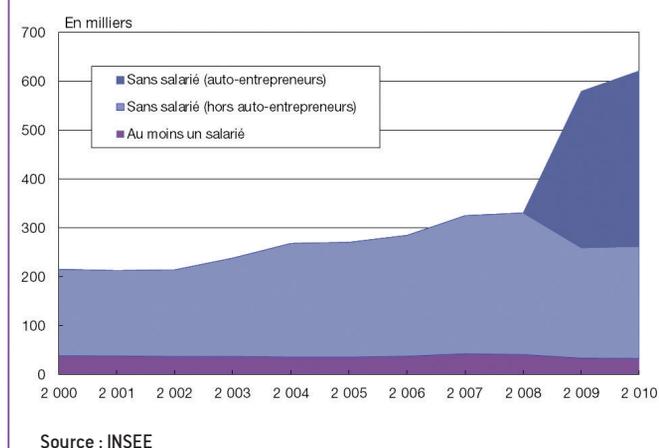
LE BESOIN DE CIRCUITS DE FINANCEMENT DÉDIÉS À L'AMORÇAGE

Quelques constats autour de la création d'entreprises en France

L'impact de la création d'entreprises sur l'innovation, la croissance et l'emploi est extrêmement variable d'un pays à l'autre. Cette contribution dépend de la densité des entreprises à fort potentiel de développement. En France, la création d'entreprises, de l'ordre de 200 000 par an depuis les années 1990, a sensiblement augmenté depuis 2005 avec les facilités successives réduisant les barrières d'enregistrement pour les entrepreneurs. L'explosion du nombre d'auto-entrepreneurs depuis 2009 confirme cette vitalité. Ce mouvement participe à la diffusion d'une culture de projets et estompe les frontières entre salariat et entrepreneuriat. En revanche, lorsque l'on resserre l'observation sur les entreprises créées avec au moins un salarié (graphique 1), ou que l'on mesure la

part des créations dans les domaines à forte intensité technologique, stable à 5 % depuis quinze ans, d'importantes marges de progression apparaissent.

Graphique 1 : Créations d'entreprise avec ou sans salarié



Nombre d'analystes s'accordent pour reconnaître que la structure de la grande entreprise n'est pas toujours la plus favorable à l'innovation de rupture (Christensen, 1997 ; Baumol, 2001⁽¹⁾). Or, pour des économies matures, qui ont épuisé le moteur du rattrapage⁽²⁾, la créativité dans le domaine des produits et services est un élément décisif de la compétitivité. Un tel objectif suppose que l'innovation soit en partie animée par de nouvelles entreprises entrantes. Pour qu'un tel processus se développe et attire à lui les meilleures compétences, des circuits de financement privés dédiés doivent être organisés, avec un soutien fiscal important de la puissance publique, comme le montrent les références emblématiques d'Israël ou des États-Unis.

Encadré 1 :

L'impact du mode de financement sur le processus d'innovation

L'analyse de l'impact du capital-risque a fait l'objet d'un nombre important de recherches empiriques.

Engel⁽³⁾ montre par exemple qu'il agit positivement sur les perspectives de croissance des entreprises. Le capital-risque favoriserait aussi l'innovation de rupture au sein des entreprises, en facilitant l'émergence de nouveaux produits et un positionnement rapide sur le marché⁽⁴⁾. Kortum et Lerner⁽⁵⁾ observent ainsi que les firmes soutenues par du capital-risque aux États-Unis sont en moyenne trois fois plus innovantes que leurs consœurs.



[1] Baumol W. (2001), *The Free-Market Innovation Machine. Analysing the Growth Miracle of Capitalism*, Princeton University Press ; Christensen C.M. (1997), *The Innovator's Dilemma. When New Technologies Cause Great Firms to Fail*, Harvard Business School.

[2] Économies qualifiées aussi de "proches de la frontière technologique", voir notamment Aghion, P. et Cohen, E. (2004), "Education et Croissance", rapport du Conseil d'analyse économique, La Documentation française.

[3] Engel D. (2002), "The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation", *ZEW Discussion Paper*, n° 02-02.

[4] Hellmann T. et Puri M. (2000), "The interaction between product market and financing strategy: the role of venture capital", *Review of Financial Studies*, 13 (4), p. 959-984.

[5] Kortum S. et Lerner J. (2000), "Assessing the contribution of venture capital to innovation", *Rand Journal of Economics*, 31, p. 674-692.

Romain et Van Pottelsberghe de la Potterie^[6] montrent, à propos de seize pays de l'OCDE, que la hausse du stock d'investissement en capital-risque explique de manière significative la croissance de la productivité totale des facteurs sur la décennie 1990, à travers deux principaux canaux : en favorisant le développement expérimental et l'innovation ; et en concourant à une meilleure "absorption" par les firmes des connaissances élaborées par des institutions de recherche publiques et privées.

Un problème d'asymétrie d'information particulièrement aigu dans les activités innovantes

Les contraintes financières des entreprises innovantes en phase de création sont d'une intensité particulière compte tenu de l'asymétrie d'information entre l'investisseur et l'entrepreneur. L'accès restreint aux financements externes provient en premier lieu de la difficulté à évaluer le marché futur des entreprises innovantes, l'entrepreneur disposant d'une meilleure vision prospective de son entreprise qu'un bailleur de fonds extérieur. La proportion élevée d'actifs intangibles mis en jeu dans le processus d'innovation aggrave cette asymétrie d'information. Cette difficulté entraîne des coûts importants d'assurance ou de contractualisation. En second lieu, le caractère différé du retour sur investissement, d'autant plus marqué que l'apport de fonds se produit à un stade précoce du projet, crée une restriction. Celle-ci est enfin accentuée par la faiblesse des collatéraux pour le financeur, notamment en cas de projets à forte teneur immatérielle, ce qui exclut largement le recours à la dette bancaire.

La présence d'intermédiaires spécialisés, comme les *business angels* et les sociétés de capital-risque, à même d'étudier de manière approfondie une stratégie d'affaires, de sélectionner de façon exigeante les projets prometteurs, d'assurer leur suivi, d'apporter du conseil, de prendre part au management et d'organiser la syndication des financements, réduit cette incertitude^[7].

Une chaîne de financement et d'expertise qui doit se poursuivre à travers les différents stades de développement de l'entreprise

L'écosystème de l'amorçage suppose toute une chaîne de financement. La possibilité d'une prise de relais par les différentes catégories d'intervenants est décisive pour permettre la liquidité et la rentabilité de cette activité et assurer le développement des projets à fort potentiel.

Encadré 2 :

Définition des étapes du capital-investissement : la chaîne de financement

Le capital de départ provient généralement des propres fonds de l'entrepreneur ou de son cercle familial, d'un prêt bancaire, ou de l'octroi d'aides publiques à la R&D^[8].

Le capital d'amorçage provient le plus souvent des *business angels* qui interviennent très en amont du processus de financement, permettant notamment aux créateurs de faire la preuve du concept technologique ou commercial. Il s'agit de personnes physiques qui investissent directement une part de leur patrimoine dans des entreprises innovantes, à travers plusieurs instruments de dette ou de fonds propres. Après une forte sélection des entreprises en phase de création/démarrage, leur intervention est souvent suivie d'un accompagnement où ils mettent à disposition leur expérience, leurs compétences stratégiques et leurs réseaux relationnels. De par leur double apport en compétence et en capital, leur plus faible aversion au risque et leur réactivité, ils sont des acteurs importants du financement initial des jeunes entreprises à fort potentiel de croissance.

Le capital-risque prend des participations souvent minoritaires au capital d'entreprises déjà juridiquement constituées et disposant d'un fort potentiel de croissance et de rentabilité, pour une durée généralement limitée à celle prévue pour la réussite du projet (trois à sept ans)^[9]. Ces investisseurs s'exposent aux risques de l'entreprise sans garanties, mais ils mutualisent ces risques au sein d'un fonds. Certains États compensent une part significative des pertes potentielles sous forme de déduction des pertes.

Par la suite, les entreprises peuvent faire appel à du **capital-développement** si besoin, en vue d'accélérer plus avant leur croissance interne ou externe. Une fois mature, l'acquisition, la transmission ou la cession de l'entreprise s'effectue *via* le **capital-transmission** ou *leveraged buy-out* (LBO), ou du capital-retournement en cas de difficulté.

À chaque étape du développement de l'entreprise correspond donc un type d'investisseur spécifique, qui se différencie par le métier qu'il développe et le montant moyen qu'il est prêt à engager, en fonction notamment de son aversion au risque. Très en amont, l'évaluation des paramètres humains, scientifiques et techniques, le conseil personnalisé, les questions d'organisation prennent le dessus sur les enjeux de stratégie financière, qui s'affirment avec la maturité des projets. Les montants concernés sont eux-mêmes croissants avec le développement des entreprises : le schéma suivant décrit les montants en jeu en moyenne aux États-Unis.

[6] Romain A. et Van Pottelsberghe de la Potterie B. [2004], "The economic impact of venture capital", *Working Papers*, CEB 04-014.RS, Université libre de Bruxelles.

[7] Aghion P. et Bolton P. [1992], « An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting », *The Review of Economic Studies*, 59 (3), p. 473-494; Montchaud S. [2004], *Innovation et risques*.

[8] En France, les principaux recours dans l'accompagnement à la création d'entreprise sont Oséo (qualification des jeunes pousses en "entreprises innovantes" pour les fonds communs de placement innovant, prêts à la création d'entreprises, pacte PME, etc.), ou la région (incubateurs régionaux).

[9] On distingue conventionnellement le *early stage*, stade auquel l'idée innovante d'un projet se concrétise et un marché solvable se dessine, et le *mid-stage*, où l'entreprise entre en phase de développement. Le capital-risque peut mordre sur le capital-développement *later-stage*, où l'entreprise a validé le potentiel de son marché. Elle a alors besoin de financements additionnels pour pouvoir accélérer sa croissance interne ou bien externe.

Tableau 1 : Sources de financement en fonction du cycle de vie des entreprises

Source de financement	Stade de développement					
	R & D	Prototypes	Amorçage	Start-up	Croissance	Maturité
Gouvernement et universités (10 000 \$ à 500 000 \$)	X					
Amis et famille (2 000 \$ - 300 000 \$)	X					
Business angels et réseaux (10 000 \$ - 2 000 000 \$)			X			
Capital-risque (2 000 000 \$ - 12 000 000 \$)				X		
Fusion/acquisition ou IPO : deal moyen 80 000 000 \$ Financement bancaire					X	

Source : National Governors' Association Center for Best Practice

L'absence d'articulation entre les différents compartiments peut créer des ruptures dans la chaîne de financement des PME et réduire la rentabilité espérée des projets très en amont. De surcroît, à défaut d'un marché secondaire actif et liquide, coté ou non coté, toute incitation à la levée de fonds tend à créer une inflation sur les opérations de transmission les moins risquées au lieu d'accroître l'émergence de "nouveaux entrants". Harrison et Mason⁽¹⁰⁾ montrent notamment qu'une complémentarité entre *business angels* et capitaux-risqueurs est bénéfique pour tous les acteurs, y compris pour l'entrepreneur. Une meilleure articulation permet en outre au *business angel* de remédier en partie à sa plus faible rentabilité.

Chaque maillon de l'écosystème est donc indispensable au financement des entreprises à fort potentiel de croissance. Il est nécessaire d'envisager simultanément les problématiques de levée de fonds et de sortie des investissements, puisque ces dernières conditionnent les performances de l'industrie du capital-risque.

LES POINTS FAIBLES DU FINANCEMENT DE L'AMORÇAGE EN FRANCE

La France se caractérise tout d'abord par le poids très faible des *business angels* dans les phases les plus amont de financement des projets. Il existe potentiellement 350 000 individus ayant la surface financière suffisante pour apporter des fonds propres aux gazelles, c'est-à-dire capables de fournir 100 000 euros au capital d'une entreprise sans s'exposer à plus de 5 %. Mais le nombre de *business angels* est 60 fois inférieur. À cette faible

implication des investisseurs directs s'ajoute la faible appétence des fonds d'investissement pour les phases les plus précoces de financement.

L'insuffisance des *business angels* engendre un manque d'encadrement des entreprises en création

En raison du caractère privé de la plupart de ces investissements individuels, il est difficile d'analyser l'ampleur et l'impact de leur intervention. Les principaux chiffres disponibles émanent des réseaux de *business angels*, qui fédèrent de plus en plus d'investisseurs. Ils ne représentent cependant que "la partie émergée de l'iceberg", comme le montre le fossé entre l'estimation du marché total britannique et celle des *business angels* organisés en réseaux (426 contre 63 millions de livres sterling). Cet écart semble toutefois moins marqué en France, où la moitié des *business angels* seraient intégrés à des réseaux. Les *business angels* sont en définitive moins nombreux dans l'Union européenne (75 000) qu'aux États-Unis (265 000), où ils se développent sur la base d'incitations fiscales ciblées et des modalités de déduction des pertes⁽¹¹⁾.

Tableau 2 : Quelques données sur les *business angels* dans les réseaux et en dehors

	France	Royaume-Uni	Union européenne	États-Unis
Nombre de réseaux de BA	81	24	334	250
Nombre de BA - au sein de réseaux - total	4 000 8 000	5 500 50 000	75 000 100 000	265 400
Investissement total BA - au sein de réseaux - total	62,5 millions € [125 millions € en co-investissement]	62,8 millions £ [123,2 millions £ en co-investissement]	426 millions £	3 ou 4 milliards € 20,1 milliards \$
Montant moyen par BA et par projet	16 000 €	77 000 £ [10 000 à 500 000 £]		76 000 \$ 40 000 \$ (Angel capital association)
Nombre de BA par projet	14 BA	2,5 BA		4,3 BA
Nombre d'entreprises financées	280	307		61 900
Stade d'intervention	75 % de premier tour	50 % de premier tour		41 % de premier tour
Sources	France Angel 2010	British BA association 2009	European BA association 2009	Center for Venture Research 2010

BA : business angels

[10] Harrison R. et Mason C. (2000), "Venture capital market complementarities: The links between business angels and venture capital funds in the UK", *Venture Capital*, 2, p. 223-242.
[11] La moitié des États proposent des crédits d'impôts sous conditions (entreprises de haute technologie, localité, R & D, limite d'investissement, etc.) et pour des montants [15 % à 100 % de l'investissement] très variables. Par ailleurs, le Subchapter S constitue également une assurance-risque importante, à travers la déduction des pertes éventuelles de l'ensemble du revenu, au prorata de la participation.

La faiblesse du nombre de *business angels* en France limite leur rôle de réduction de l'incertitude, par leur intervention en coconstruction avec l'entrepreneur. Les analyses qui existent pour les États-Unis⁽¹²⁾ montrent que leur impact est important sur la survie des entreprises (un tiers de chances de survie en plus durant les quatre premières années), sur leur notoriété et sur leur capacité à être financées par la suite. Leur rôle n'a été reconnu que récemment au sein de l'UE, ce qui explique leur faible poids en comparaison de celui qu'ils ont aux États-Unis.

Encadré 3 :

Le problème de "l'equity gap"

En France, les *business angels* consentent des investissements qui vont habituellement de 5 000 à 500 000 euros (Ernst & Young, 2007⁽¹³⁾). Près de 70 % des investissements demeurent inférieurs à 50 000 euros, alors que les montants requis pour créer une société innovante se situent en moyenne autour de 300 000 euros. Afin de se rapprocher de ces besoins de financement, l'investissement en *pool* est désormais souvent pratiqué par les *business angels*, mais il demeure éloigné de l'investissement moyen consenti en Europe (deux fois plus). Le grand nombre de *business angels* pour chaque projet français peut également être problématique lors des prises de décisions par les investisseurs.

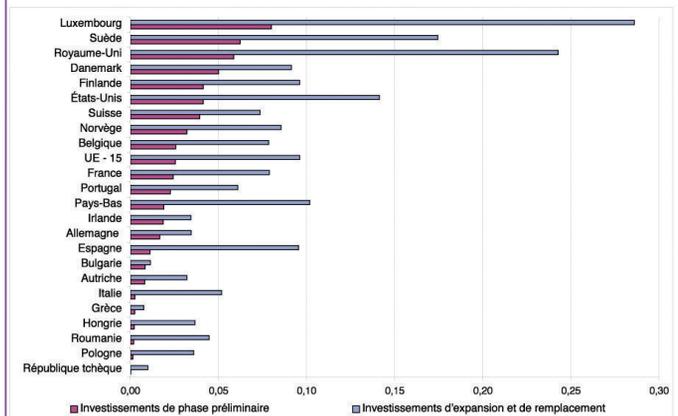
De surcroît, le seuil à partir duquel interviennent les capitaux-risqueurs est de plus en plus élevé [1,5 à 2 millions d'euros] en Europe. Cette tendance accroît l'écart entre les premiers investissements accessibles et le seuil en dessous duquel les capitaux-risqueurs n'investissent plus ("equity gap"). Cela rend plus complexe la recherche de capitaux pour la plupart des créateurs d'entreprise et met en évidence le rôle primordial que jouent les *business angels*. En France, la distribution des financements au stade de démarrage fait apparaître une plage particulièrement faible de financement pour les tranches de capitaux comprises entre 80 000 et 1 million d'euros. Les États-Unis se sont attaqués à cet obstacle dès 1958, où le *Small Business Investment Act*, créant les *Subchapter S* et les *SBIC*⁽¹⁴⁾, expliquait déjà dans ses objectifs que le capital-risque ne pouvait intervenir dans les créations d'entreprises car les montants nécessaires étaient trop faibles.

Faibles tickets et concentration des investissements du capital-investissement sur les phases aval moins risquées

L'industrie française du capital-investissement – qui rassemble le capital-risque, de développement et de transmission –, deuxième marché européen, se porte relativement bien si l'on se réfère à la quantité de fonds globalement

levés et investis chaque année. Mais les premières phases de développement de l'entreprise, où se concentrent les risques et l'incertitude, de même que les secteurs de la haute technologie, sont peu soutenus par le capital-investissement. Les flux de financement sont très majoritairement orientés vers le capital-transmission (graphiques 2 et 3).

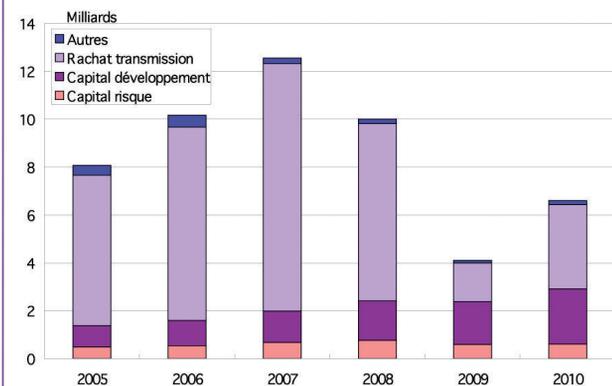
Graphique 2 : Investissement en phase d'amorçage et de développement, moyenne (2002-2009), en % du PIB



Lors de la période 2002-2009, l'industrie française du capital-risque et développement se situe dans la moyenne européenne pour les montants investis (0,10 % du PIB). Le Royaume-Uni et les pays du Nord se distinguent par les montants investis rapportés au PIB. L'Allemagne, qui se situe en dessous de la moyenne, dispose en revanche d'un niveau relatif et absolu d'investissement dans les phases les plus précoces supérieur à celui de la France ou du Royaume-Uni.

Source : Eurostat

Graphique 3 : Structure d'investissement du capital-investissement en France, par stade de développement des entreprises



Le capital-risque, après une légère progression de 2005 à 2008, s'est tassé durant la crise, dans une moindre proportion, il est vrai, que dans d'autres pays européens. Plus en aval, le capital-développement a néanmoins continué à progresser.

Source : AFIC chiffres 2010



[12] Kerr W., Lerner J. et Schoar A. [2010], "The consequences of entrepreneurial finance: A regression discontinuity analysis", *NBER Working Paper*, n° 15831, mars.

[13] Ernst & Young BAS (2007), *Étude sur le financement des jeunes entreprises technologiques par les business angels en France*, rapport final remis au ministère de l'Enseignement supérieur et de la Recherche, juin.

[14] Le *Subchapter S* est une facilité fiscale pour les entrepreneurs : soumis à des critères précis, ils peuvent choisir de payer l'impôt sur les sociétés ou sur le revenu. Le *Small Business Investment Company Program* vise à favoriser l'émergence de fonds d'investissement professionnels en offrant un effet de levier aux fonds privés.

Les montants investis par opération sont également de faible ampleur en comparaison de ce que l'on observe sur les marchés *leaders*. Le nombre moyen d'entreprises financées par le *venture capital* aux États-Unis a été de 3 750 par an de 1995 à 2010, avec un montant moyen de 6,8 millions de dollars par opération. Au regard de la taille relative de son marché, un nombre élevé d'entreprises ont été financées durant la même période en France (1 160), pour un apport moyen de 1,7 million d'euros (1,5 million d'euros pour le capital-risque et autour de 2,3 millions pour le capital-développement). Cela signifie que la sélectivité est supérieure aux États-Unis : peu d'entreprises financées pour des montants d'investissement supérieurs. Or, pour les jeunes entreprises positionnées sur des innovations de rupture, il est d'autant plus important d'obtenir un financement rapide et conséquent que l'ordre d'arrivée et la vitesse d'expansion sur un segment de marché sont déterminants pour leur développement futur⁽¹⁵⁾.

Une faiblesse de la rentabilité avant impôt au stade de l'amorçage

Les exigences de rendement des investisseurs en capital-risque sont généralement supérieures à celles formulées sur d'autres actifs en raison de l'incertitude pesant sur leur investissement et de leur très faible liquidité. De plus, du fait du contrôle étroit exercé sur les entreprises investies, les portefeuilles sont généralement restreints, ne permettant pas une diversification du risque. Cependant, les performances des fonds de capital-risque présentent une forte hétérogénéité, qui s'explique en partie par la compétence des gestionnaires de fonds mais aussi par la taille de ces fonds, liée directement à l'expertise des équipes⁽¹⁶⁾.

De ce point de vue, en Europe, et notamment en France, le rendement du capital-investissement, avant prise en compte des avantages fiscaux, est largement inférieur à celui des États-Unis sur les phases les plus précoces. On observe de meilleures performances sur le segment du capital-développement français, qui connaît néanmoins une forte variance selon le "millésime" d'investissement. Les taux de rendement des investissements réalisés de 1988 à 2009 indiquent que la performance du capital-risque est en moyenne négative en France et pratique-

ment nulle en Europe (tableau 3 et graphique 4). En fait, la comparaison avec d'autres classes d'actifs moins risqués, telles que les actions cotées ou les "*small caps*", indique que l'écart de rendement ne justifie pas *a priori* l'exposition au risque sur ce type de placement. En revanche, une fois intégrés les avantages fiscaux, le différentiel de performance des fonds français de capital-risque se réduit : par exemple, un investissement dans le cadre d'un FCPI, au taux de rendement interne légèrement négatif aujourd'hui, a un rendement très positif après impôt.

La présence d'incitations fiscales à l'entrée paraît toutefois ambiguë : elle garantit un rendement minimal à l'investisseur mais, ce faisant, amène à qualifier toute une série d'investissements économiquement peu rentables. Et surtout, elle ne résout pas la question de fond de la rentabilité des placements, largement conditionnée par la possibilité qu'ont les investisseurs de liquider à terme leurs investissements dans de bonnes conditions sur un marché secondaire⁽¹⁷⁾.

Tableau 3 : Taux de rendement interne (TRI) du capital-investissement en France, par stade de développement, mesuré depuis l'origine

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Capital-risque	- 5,1 %	- 0,6 %	- 0,5 %	- 2,7 %	- 3,0 %	- 2,6 %
Capital-développement	11,7 %	8,7 %	8,2 %	7,6 %	6,9 %	6,7 %
Capital-transmission	15,5 %	20,1 %	21,3 %	14,5 %	14,6 %	15,6 %
Total	10,7 %	13,4 %	14,7 %	8,5 %	8,4 %	9,1 %

Note : Le TRI net, auquel il est fait référence ici, mesure la performance avant impôt des fonds du point de vue de l'investisseur en tant que souscripteur dans un véhicule de type FCPR, FIP, FCPI, SCR, etc., sur les investissements réalisés de 1988 jusqu'au mois de décembre de la date indiquée en colonne. La performance du capital-investissement est délicate à mesurer, en raison de l'absence de cotation des entreprises présentes dans le portefeuille. À défaut de cessions ou d'introductions en bourse, permettant de fournir une évaluation objective des participations détenues et de calculer la performance des investissements, il s'agit du taux de rendement qui égalise les flux investis relatifs aux appels de fonds successifs et les flux reçus par l'investisseur liés aux distributions (en *cash* et parfois en titres) ainsi qu'à la valeur liquidative estimée des parts détenues dans le véhicule à la date du calcul.

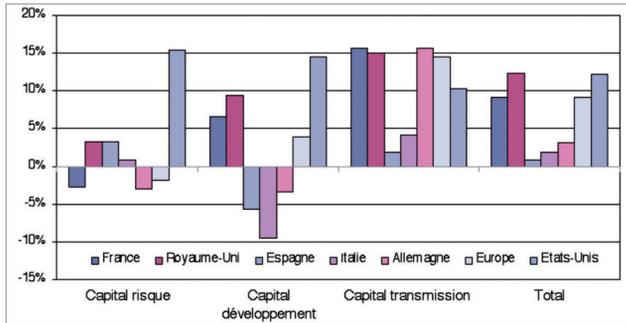
Sources : AFIC, Ernst & Young, Thomson Reuters

[15] Dhont E. et Lallement R. (2011), "Investissements d'avenir et politique industrielle en Europe : quel ciblage et quelle sélection des projets innovants ?", *La Note d'analyse*, n° 236, septembre.

[16] Kaplan S. et Schoar A. (2005), "Private equity performance: Returns, persistence and capital flows", *The Journal of Finance*, vol. 60, n° 4, p. 1791-1823, août.

[17] Ces bonnes conditions de liquidation supposent l'existence d'une activité intense de rachat d'entreprises, notamment via les stratégies de croissance externe des PME et des grands groupes, ou l'existence d'un marché profond et liquide pour une introduction en bourse éventuelle sur un marché non réglementé.

Graphique 4 :
**Taux de rendement interne du capital-
investissement par région et par stade de
développement depuis l'origine à fin 2010**



Sources : AFIC, Ernst & Young, Thomson Reuters

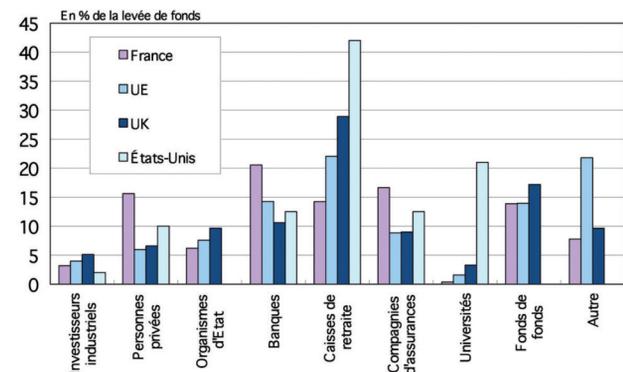
LA STRUCTURE DÉSÉQUILBRÉE DE LA LEVÉE DE FONDS

En France, la structure de levée de fonds se distingue de celle des pays anglo-saxons ou de la moyenne européenne par le poids important des banques et des personnes privées, deux caractéristiques qui ne favoriseraient ni la taille des tickets d'entrée ni la prise de risque⁽¹⁸⁾. Au cours des dix dernières années, les ménages ont contribué pour plus de 15 % à la levée de fonds du capital-investissement (20 % en comptant les *family offices*⁽¹⁹⁾), alors qu'ils ne détiennent que 10 % de l'encours des actions françaises non cotées. Aux États-Unis et en Europe, les personnes privées (y compris les *family offices*) ne représentent respectivement que 10 % et 7,6 % de la levée de fonds. Les banques constituent, par ailleurs, le premier investisseur dans le capital-investissement, caractéristique qui se retrouve dans d'autres pays d'Europe continentale, mais qui tranche clairement avec le cas des États-Unis ou du Royaume-Uni.

Symétriquement, les investisseurs institutionnels comme les caisses de retraite, les fonds de fonds ou les organismes d'État sont à l'origine d'une part bien plus faible des levées de fonds en France par rapport à la moyenne de l'UE-15, ou bien au Royaume-Uni. Dans ce dernier

pays, la levée de fonds est assurée principalement par les fonds de pension, aux trois quarts d'origine étrangère, notamment américaine⁽²⁰⁾.

Graphique 5 :
**Structure de levée de fonds en 2002-2010,
en Europe**



Note : chiffres de 2005 pour les États-Unis

Sources : AFIC, BVCA, EVCA, NVCA

Orienter les particuliers sur le segment des *business angels*

Développer les circuits des *business angels* supposerait d'orienter les particuliers à haut patrimoine vers l'investissement direct à forte implication personnelle de l'investisseur. Or les incitations fiscales françaises attirent plutôt ces particuliers vers les circuits de financement indirects, moins risqués.

La sinistralité est particulièrement élevée pour les entreprises en amorçage, puisqu'elle serait de l'ordre de 40 % pour les *business angels* et de l'ordre d'un tiers pour le capital-risque. Elle avoisinerait ensuite 10 % à 15 % dans les phases de développement ou de transmission⁽²¹⁾. Ainsi, seuls quelques investissements permettent de rentabiliser le portefeuille total (un investissement sur cinq dégage un rendement supérieur à 50 %)⁽²²⁾. De plus, l'implication dans le management de l'entreprise restreint les possibilités de diversification des risques et limite, de fait, la taille des positions des investisseurs individuels, même fortunés.



[18] A. Saillard (2011), "Venture Capital in Bank- and Market-based Economies", *WIFO Working Papers*, 389/2011, Market-based Economies.

[19] Structures *ad hoc* en charge de la gestion de fortunes personnelles particulièrement importantes.

[20] La faible part des fonds de pension, au regard des situations anglo-saxonnes, pousse à s'interroger sur la manière d'attirer les investisseurs étrangers sur ce segment. Les fonds de pension étrangers apportent expertise, surface financière et horizon d'investissement long. Israël est le meilleur exemple d'un pays où le secteur du capital-risque repose quasiment entièrement sur des investissements étrangers (90 % dont 70 % en provenance des États-Unis) en raison d'une exemption totale d'imposition de ces flux depuis 2002.

[21] Environ 10 % des jeunes pousses financées par le capital-risque (au cours des dix dernières années) rapportent plus de cinq fois la mise initiale, ce qui compense les nombreuses pertes (44 % des firmes financées). Voir DIGITIP, ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie (2002), *Le 4 pages des statistiques industrielles*, n° 165, septembre.

[22] Aux États-Unis, juste avant la crise, pour un taux de rendement interne moyen de l'ordre de 27 % (supérieur à celui du *private equity*), 52 % des *business angels* avaient perdu de l'argent sur leur portefeuille, alors que 7 % concentraient 75 % des gains. Wiltbank R. et Boeker W. (2007), "Returns to angel investors in group", *Working Paper*, Ewing Marion Kauffman Foundation.

Afin de favoriser l'émergence d'une véritable professionnalisation des investisseurs, quel que soit leur stade d'intervention, il est nécessaire de repenser les incitations fiscales en vigueur en France. Une simplification et un calibrage idoïne des différents véhicules, à l'image de la simplicité britannique, serait une première étape afin d'éviter la multiplication des niches fiscales. Au lieu de conditionner les avantages fiscaux à des véhicules complexes dont l'exposition au risque est variable, le principe serait de proportionner ces incitations au risque effectivement pris par l'investisseur, en ne défiscalisant que la portion d'investissement direct ou indirect orientée vers la création. La France a en effet développé au cours des deux dernières décennies de multiples véhicules spécialisés (FCPR, FCPI, FIP, holdings ISF-PME...) qui drainent d'importantes levées de fonds (annexe). Un récent rapport de l'Inspection générale des finances⁽²³⁾ pointe cependant l'effet de rente dont ont pu profiter certains véhicules d'investissement. Ces dispositifs sont en outre critiqués pour leur hétérogénéité, voire comparés à des outils d'optimisation fiscale plutôt qu'à de véritables outils de professionnalisation du financement des entreprises.

Mieux conditionner les aides au risque réellement pris

La faible conditionnalité des incitations adossées à ces véhicules, du point de vue du stade de financement ou du type d'entreprise ciblée, tend à orienter les *business angels* potentiels vers des circuits de financement indirect qui permettent une meilleure mutualisation des risques. Cette canalisation par les fonds affaiblit la vocation de sélection et d'accompagnement des projets propre aux *business angels*. Elle limite également la taille du ticket puisque l'aide fiscale est plafonnée à un niveau relativement bas en comparaison d'autres pays. Contrairement aux pays anglo-saxons, les critères d'éligibilité des entreprises donnant droit aux avantages fiscaux ont une acception large (annexe) qui induit de fait une assez faible sélectivité des dispositifs et conduit à plafonner l'aide à des niveaux modestes au regard des besoins financiers d'une entreprise à son démarrage.

Deux mesures fiscales encouragent notamment l'investissement dans l'entreprise : l'avantage Madelin (1994) et l'ISF TEPA (2007). Le premier permettait, jusqu'en 2010, de déduire 25 % du montant de l'investissement du revenu

pour le calcul de l'impôt sur le revenu ; le second 75 %, ramenés récemment à 50 %, de son ISF. Ces deux mesures entraînent un investissement par les ménages d'un peu plus de deux milliards d'euros pour un coût fiscal pour l'État d'environ un milliard (2009). Néanmoins, sur ce montant, seule une faible part (moins de 125 millions d'euros) se dirige vers un investissement direct dans une entreprise en création, pour un ticket supérieur à 100 000 euros.

Par comparaison, le mécanisme d'incitation à l'investissement direct britannique de 1974, l'Enterprise Investment Scheme, EIS (déduction de 20 % de l'IR et élimination de l'impôt sur les plus-values après trois ans), draine 600 millions de livres sterling par an vers les entreprises de moins de 50 000 livres d'actif :

- ▶ en France, l'avantage Madelin et l'ISF TEPA visent les entreprises au bilan inférieur à 43 millions d'euros, alors que l'EIS au Royaume-Uni concerne les entreprises au bilan inférieur à 7 millions de livres ;
- ▶ les plafonds d'investissement directs sont également bas : en France 20 000 à 40 000 euros pour l'avantage Madelin, 90 000 euros pour l'ISF TEPA contre 1 million de livres pour l'EIS au Royaume-Uni. Un investisseur potentiel aura intérêt, pour un avantage similaire, à se positionner au sein d'un fonds communs de placement. Par opposition, les deux tiers de l'EIS sont orientés directement dans les entreprises par les investisseurs par tranches supérieures à 75 000 livres (environ 100 000 euros).

Au niveau purement fiscal, les incitations pour favoriser le capital-risque peuvent prendre deux formes :

- ▶ un crédit d'impôt accordé en amont aux investissements qualifiés encourage plus fortement l'investissement par la diminution du risque de tous les investisseurs, mais peut, en offrant un retour sur investissement garanti, engendrer la création de "coquilles vides" d'investissements issus de considérations fiscales ;
- ▶ une réduction d'impôt sur les plus-values issues des investissements qualifiés couvre un spectre plus large d'investissement : en ne récompensant que les investissements qui réussissent, son coût est moindre pour l'État mais concerne également moins d'investisseurs. Lerner⁽²⁴⁾ a souligné que dans le cas américain, la baisse du niveau d'imposition des plus-values a eu un effet positif décisif sur l'investissement dans le capital-risque et a accru largement la prise de risque des investisseurs.



[23] Durieux B. et al. (2009), *Les frais prélevés sur les produits financiers bénéficiant d'un avantage fiscal pour favoriser l'investissement dans les PME*, rapport IGF n° 2009-M-066-03, octobre.

[24] Lerner J. (1997), "Angel financing and public policy: An overview", *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, n° 6-8, p. 773-783.

En France, les fonds d'investissement indirects bénéficient du crédit d'impôt à l'entrée alors qu'ils ont la possibilité de mutualiser les risques et dégagent des rendements moyens avant impôt positifs, de l'ordre de 6-10 %⁽²⁵⁾. Le principe d'un crédit d'impôt à l'entrée est donc discutable. Les garanties de rendement sous forme de crédit d'impôt devraient être en principe ciblées sur les stades à haute sinistralité et sur les investisseurs dont les possibilités de diversification des risques sont limitées. Un périmètre trop large induit non seulement des effets d'aubaine mais désincite la sélection et l'accompagnement.

PROPOSITION 1

limiter les crédits d'impôt (incitatifs à l'entrée des investisseurs) à la part des investissements les plus risqués, effectivement orientés vers les entreprises en phase d'amorçage et augmenter les plafonds de réduction d'impôt.

Deux grands critères devraient prévaloir en faveur du crédit d'impôt (sur le revenu ou sur le patrimoine) :

- ▶ le caractère direct ou indirect de l'apport en capital. L'incitation à l'entrée ne paraît pas devoir avoir des proportions équivalentes selon que l'on se situe dans un cadre de mutualisation des risques ou non ;
- ▶ la phase de développement de l'entreprise à laquelle intervient l'investisseur. Une prime claire à l'amorçage devrait être donnée, en restreignant les critères d'éligibilité des entreprises.

Les contribuables domiciliés en France bénéficieraient d'une réduction de leur impôt sur le revenu ou sur la fortune égale à 35 % des souscriptions directes en numéraire ou à 20 % pour les souscriptions indirectes, au capital initial ou aux augmentations de capital des sociétés éligibles. Les plafonds de réduction seraient rehaussés, pour favoriser les tickets plus élevés de l'ordre de 100 000 à 500 000 euros, susceptibles de réduire l'*equity gap*.

S'orienter dans une telle direction supposerait de simplifier, d'uniformiser et de restreindre le champ des entreprises éligibles. Ce ciblage permettrait de "raboter" certaines niches fiscales tout en concentrant les incitations sur les nouvelles entreprises entrantes susceptibles de régénérer le tissu industriel.

Pourraient être considérées comme éligibles à un crédit d'impôt à l'entrée, en faveur de l'amorçage, les entreprises aux caractéristiques suivantes : être une petite entreprise au sens d'Eurostat (moins de 50 salariés, 10 millions de chiffre d'affaires ou 10 millions de bilan) et

- a. être en phase d'amorçage, de démarrage ou d'expansion selon la définition donnée par les lignes directrices communautaires qui concernent les aides d'État visant à promouvoir le capital-investissement dans les PME (2006/C194/02) ;
- b. ou avoir moins de cinq ans d'existence ;
- c. ou des dépenses de R & D réalisées sur trois ans au moins égales à un tiers du chiffre d'affaires le plus élevé au cours des trois exercices précédents, ou bénéficier de la qualification *Oseo Innovation* (critère à harmoniser avec celui de la jeune entreprise innovante).

PROPOSITION 2

Généraliser les réductions d'imposition sur les plus-values à l'ensemble des apports en numéraire en faveur des PME non cotées.

L'imposition sur les plus-values serait diminuée pour une large gamme d'apports en capital. Cette réduction viserait en priorité les PME au sens européen, non cotées sur un marché réglementé, indépendamment de critères de secteur (mais peut-être pas d'âge). Cette incitation a l'avantage d'être moins distorsive que la précédente, dans la mesure où elle ne crée pas de signal en faveur des investisseurs les moins performants. Elle attire les investisseurs sur les actifs à probabilité même faible de très haut rendement et stimule la sélection et l'accompagnement des projets.

La fiscalité sur les plus-values est en effet très hétérogène selon les pays : elle est en France de 31,3 % (c'est-à-dire 19 % + 12,3 % de prélèvements sociaux) et uniquement 12,3 % sur le PEA (pour une détention supérieure à cinq ans) ; aux États-Unis, elle varie de 0 à 15 % selon la tranche d'imposition pour les titres détenus depuis plus d'un an, et entre 10 % (première tranche d'imposition) et 35 % (dernière tranche d'imposition) pour les titres détenus moins d'un an⁽²⁶⁾ ; elle varie de 18 % à 28 % au Royaume-Uni, selon la tranche d'imposition,

[25] Certes la génération des FCPI de 1999, qui a initialement investi dans la période de bulle internet, affiche des TRI très négatifs de l'ordre de -45 %. Mais ces déconvenues liées à une bulle financière, ne peuvent être assimilées à un phénomène structurel qui appelle un dispositif permanent de l'État.

[26] Il est prévu en 2013 que l'imposition sur les plus-values soit augmentée à hauteur de 20 % (10 % uniquement pour la première tranche) pour les titres détenus depuis plus d'un an, et entre 15 % (première tranche d'imposition) et 39 % pour les titres détenus à court terme.

mais les titres non cotés en sont dispensés après trois ans de détention.

Une graduation et une simplification des aides, indépendamment du véhicule d'investissement concerné, constitueraient une forte incitation au développement du métier de *business angel*.

Tableau 4 :
Synthèse des préconisations

	Investissement direct dans une PME / TPE	Investissement indirect dans une PME/TPE
Réduction d'IR ou d'ISF	35 %, réservé à la part des investissements dans des <i>entreprises éligibles en phase d'amorçage</i> jusqu'à 200 000 € d'investissement	20 %, réservé à la part des investissements dans des <i>entreprises éligibles en phase d'amorçage</i>
Imposition sur les plus-values	12,3 % (prélèvements sociaux), après trois ans de détention	
Déduction des pertes	Régime assoupli de déduction des pertes	

IR : impôt sur le revenu, ISF : impôt de solidarité sur la fortune

CONCLUSION L'enjeu actuel est donc de renouveler les acteurs de la chaîne du financement, en renforçant l'attractivité du segment des *business angels* et en resserrant les incitations à l'investissement indirect sur l'amorçage. Il s'agit à la fois de cibler les incitations publiques envers les particuliers et de permettre de meilleures interactions entre les différents acteurs de la chaîne. Si la chaîne de financement se révèle efficace, on peut s'attendre à la création d'un cercle vertueux, où les meilleures compétences seraient de nouveau plus largement attirées par l'entrepreneuriat, transformant leur succès en devenant à leur tour *business angels*.

Dans cette perspective, l'émergence d'une nouvelle génération de fonds d'investissement en capital-risque dans l'innovation (principalement technologique)⁽²⁷⁾ constitue une évolution prometteuse. Issus d'(anciens) entrepreneurs du web ou des technologies de l'information et de la communication, ils renouvellent les modes d'intervention en mordant également sur l'activité des *business angels*. La réforme du cadre fiscal est d'autant plus prometteuse qu'elle s'inscrit dans l'évolution de l'écosystème entrepreneurial, où se développent de nouveaux modes institutionnels d'accompagnement (*crowdfunding*⁽²⁸⁾, nouveaux types d'incubateurs⁽²⁹⁾).



Caroline Le Moign et Olivier Passet,
département Économie-Finances
Avec le concours de Bernard Zimmern,
Président de la Fondation IFRAP



[27] Des fonds comme Jaïna Capital, Kima Ventures, ISAI ou Serena Capital.

[28] Le *crowdfunding* désigne la levée de fonds participative auprès des particuliers, facilitée par le biais d'internet. Organisé par une société (comme Wiseed, FinanceUtile), qui repère des *start-ups* en recherche de fonds d'amorçage, celle-ci vend des possibilités de participation de très faible montant (investissement moyen de 750 €).

[29] On peut citer "Le Camping" du Silicon Sentier, incubateur éphémère d'entreprises en phase de création de projets innovants. Il consiste en un accompagnement provenant de spécialistes et/ou entrepreneurs du secteur pour accélérer le projet, avant présentation aux *business angels* et capital-risqueurs.

ANNEXE

Intermédiaire	Entreprises ciblées	Avantages fiscaux	Seuils
Investissement direct	<p>PME indépendante au sens européen</p> <ul style="list-style-type: none"> - Exerçant une activité commerciale, industrielle, artisanale, libérale ou agricole - Exclusion des activités dont le tarif est réglementé, financières et immobilières 	<p>Réduction d'IR de 22 % de l'investissement (25 % PLF 2010), pour une détention des titres minimale de 5 ans</p> <p>ou</p> <p>(jusqu'en janvier 2011, la réduction d'IR pouvait s'opérer sur la part des capitaux non éligibles à la réduction d'ISF)</p> <p>Réduction d'ISF de 50 % de l'investissement (75 % PLF jusqu'en 2010)</p> <p>Réduction d'IR, ISF ci-dessus et</p> <p>Exonération totale des plus-values au-delà de 3 ans de détention (12,3 % de prélèvements sociaux)</p>	<p>Limite des investissements éligibles : 20 000 €/personne seule ou 40 000 €/couple/an pour un investissement dans une PME (avantage plafonné à 4 400/8 800€). Cas particulier : 50 000 €/personne et 100 000 €/couple pour un investissement dans une entreprise en phase d'amorçage, de démarrage ou d'expansion (< 5 ans). Avantage plafonné à 45 000 €</p>
Investissement direct dans une JEI	<p>Jeune entreprise innovante :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Être une PME de moins de 8 ans d'existence dont l'effectif ne dépasse pas 250 salariés - Réaliser un chiffre d'affaires inférieur à 40 M€ ou un total de bilan inférieur à 27 M€ - Engager des dépenses de R & D représentant au moins 15 % des dépenses totales de l'exercice considéré - Être créée <i>ex nihilo</i> (absence de reprise d'activité existante, fusion-acquisition...) - Disposer d'un capital social composé à 50 % par des personnes physiques ou indirectement par une PME détenue elle-même à 50 % par des personnes physiques (hors participation de fonds d'investissements). 		
FCPI (Fonds commun de placement dans l'innovation)	<p>Investissement à 60 % au moins dans des sociétés innovantes de l'UE, non cotées sur un marché réglementé, de moins de 2 000 salariés</p> <ul style="list-style-type: none"> - Les PME admises sur <i>Alternext</i> sont assimilées à du non coté - Pas de critère de taille de bilan ou de chiffre d'affaire - Dépenses de R & D représentant au moins 15 % des charges fiscalement déductibles de l'exercice ou 10 % pour les entreprises industrielles, ou qualification <i>Oseo Innovation</i>. 	<p>(FCPI et FIP)</p> <p>Réduction d'IR de 22 % de l'investissement (25 % PLF 2010).</p> <p>et</p> <p>Exonération totale des plus-values au-delà de 5 ans de détention (12,3 % de prélèvements sociaux)</p>	<p>Limite sur l'investissement éligible : 12 000/24 000 € (avantage plafonné à respectivement 2 640 € et 5 280 € pour un célibataire, le double pour un couple)</p>
FIP (Fonds d'investissement de proximité)	<p>Investissement à 60 % au moins dans titres de PME indépendantes (sens européen) françaises non cotées issues de quatre régions limitrophes maximum</p> <ul style="list-style-type: none"> - 10 % au moins doivent être consacrés à des entreprises de moins de 5 ans - 20 % de l'actif peuvent être investis en sociétés cotées européennes de petite capitalisation (moins de 150 M€) 		
FCPR (Fonds commun de placement à risque)	<p>Investissement à 50 % dans des sociétés non cotées sans condition de taille, de secteur ou d'âge.</p>	<p>(FCPR, FCPI ISF et FIP ISF)</p> <p>Réduction d'ISF de 50 % de l'investissement, dans la limite du quota des entreprises éligibles choisis par le fonds de gestion</p> <p>et</p> <p>Exonération totale des plus-values au-delà de 5 ans de détention (12,3 % de prélèvements sociaux)</p>	<p>Avantage plafonné à 18 000 €</p>
FCPI ISF	<p>Investissement à hauteur de 40 % au minimum dans des entreprises éligibles* de moins de 5 ans.</p>		
FIP ISF	<p>Investissement à hauteur de 20 % au minimum dans des entreprises éligibles* de moins de 5 ans.</p>		

*Entreprises éligibles : PME indépendantes (sens européen) ; exerçant une activité commerciale, industrielle, artisanale, agricole ou libérale, dont le siège de direction est dans un État membre de l'UE (ou ayant conclu une convention fiscale de lutte contre l'évasion) ; étant en phase d'amorçage, de démarrage ou d'expansion. Le total des versements liés à la réduction d'ISF sont plafonnés à un montant d'1,5 million €/an.



sur www.strategie.gouv.fr, rubrique publications

Notes d'analyse :

N° 236 ■ “Investissements d’avenir” et politique industrielle en Europe : quel ciblage et quelle sélection des projets innovants ?
(septembre 2011)

N° 208 ■ Entreprises et innovation – Les aides publiques à la R & D : mieux les évaluer et les coordonner pour améliorer leur efficacité
(janvier 2011)



La Note d'analyse n° 237 - septembre 2011 est une publication du Centre d'analyse stratégique

Directeur de la publication : Vincent Chriqui, directeur général

Directeur de la rédaction : Pierre-François Mourier, directeur général adjoint

Secrétaire de rédaction : Delphine Gorges

Service éditorial : Olivier de Broca

Impression : Centre d'analyse stratégique
Dépôt légal : septembre 2011
N° ISSN : 1760-5733

Contact presse : Jean-Michel Roullé, responsable de la Communication
01 42 75 61 37 / 06 46 55 38 38
jean-michel.roulle@strategie.gouv.fr

Le Centre d'analyse stratégique est une institution d'expertise et d'aide à la décision placée auprès du Premier ministre. Il a pour mission d'éclairer le gouvernement dans la définition et la mise en œuvre de ses orientations stratégiques en matière économique, sociale, environnementale et technologique. Il préfigure, à la demande du Premier ministre, les principales réformes gouvernementales. Il mène par ailleurs, de sa propre initiative, des études et analyses dans le cadre d'un programme de travail annuel. Il s'appuie sur un comité d'orientation qui comprend onze membres, dont deux députés et deux sénateurs et un membre du Conseil économique, social et environnemental. Il travaille en réseau avec les principaux conseils d'expertise et de concertation placés auprès du Premier ministre : le Conseil d'analyse économique, le Conseil d'analyse de la société, le Conseil d'orientation pour l'emploi, le Conseil d'orientation des retraites, le Haut Conseil à l'intégration.

www.strategie.gouv.fr