

2011s-58

Incitatifs fiscaux dédiés aux anges investisseurs

Cécile Carpentier, Jean-Marc Suret

Série Scientifique
Scientific Series

Montréal
Avril 2012
(mise à jour de la version de septembre 2011)

© 2012 *Cécile Carpentier, Jean-Marc Suret*. Tous droits réservés. *All rights reserved*. Reproduction partielle permise avec citation du document source, incluant la notice ©.
Short sections may be quoted without explicit permission, if full credit, including © notice, is given to the source.



Centre interuniversitaire de recherche en analyse des organisations

CIRANO

Le CIRANO est un organisme sans but lucratif constitué en vertu de la Loi des compagnies du Québec. Le financement de son infrastructure et de ses activités de recherche provient des cotisations de ses organisations-membres, d'une subvention d'infrastructure du Ministère du Développement économique et régional et de la Recherche, de même que des subventions et mandats obtenus par ses équipes de recherche.

CIRANO is a private non-profit organization incorporated under the Québec Companies Act. Its infrastructure and research activities are funded through fees paid by member organizations, an infrastructure grant from the Ministère du Développement économique et régional et de la Recherche, and grants and research mandates obtained by its research teams.

Les partenaires du CIRANO

Partenaire majeur

Ministère du Développement économique,
de l'Innovation et de l'Exportation

Partenaires corporatifs

Autorité des marchés financiers
Banque de développement du Canada
Banque du Canada
Banque Laurentienne du Canada
Banque Nationale du Canada
Banque Royale du Canada
Banque Scotia
Bell Canada
BMO Groupe financier
Caisse de dépôt et placement du Québec
CSST
Fédération des caisses Desjardins du Québec
Financière Sun Life, Québec
Gaz Métro
Hydro-Québec
Industrie Canada
Investissements PSP
Ministère des Finances du Québec
Power Corporation du Canada
Rio Tinto Alcan
State Street Global Advisors
Transat A.T.
Ville de Montréal

Partenaires universitaires

École Polytechnique de Montréal
HEC Montréal
McGill University
Université Concordia
Université de Montréal
Université de Sherbrooke
Université du Québec
Université du Québec à Montréal
Université Laval

Le CIRANO collabore avec de nombreux centres et chaires de recherche universitaires dont on peut consulter la liste sur son site web.

Les cahiers de la série scientifique (CS) visent à rendre accessibles des résultats de recherche effectuée au CIRANO afin de susciter échanges et commentaires. Ces cahiers sont écrits dans le style des publications scientifiques. Les idées et les opinions émises sont sous l'unique responsabilité des auteurs et ne représentent pas nécessairement les positions du CIRANO ou de ses partenaires.

This paper presents research carried out at CIRANO and aims at encouraging discussion and comment. The observations and viewpoints expressed are the sole responsibility of the authors. They do not necessarily represent positions of CIRANO or its partners.

ISSN 1198-8177

Partenaire financier
Développement
économique, Innovation
et Exportation
Québec 

Incitatifs fiscaux dédiés aux anges investisseurs*

Cécile Carpentier[†], Jean-Marc Suret[‡]

Résumé/abstract

Pour promouvoir le financement des nouvelles entreprises, les pouvoirs publics accordent désormais une attention particulière aux anges, investisseurs privés qui financent directement les entreprises émergentes. En plus de financer les entreprises, les anges peuvent les aider à se développer en raison de leur expérience, expertise et réseau. Des incitatifs fiscaux de nature diverse ont été déployés, ou sont étudiés, dans au moins soixante juridictions dans le monde. Au Canada, cinq provinces et un territoire ont déjà instauré de tels avantages. La conception et l'implantation de programmes efficaces dans le domaine du financement des nouvelles entreprises restent toutefois une opération difficile. Nombre de programmes manquent leur cible (Sandler 2004 p.498) ou sont des échecs (Lerner 2010).

L'analyse des alternatives offertes, des modalités des programmes déjà en place et de leurs résultats est essentielle pour guider la réflexion des décideurs publics. C'est l'objectif du présent document, qui commence par une définition précise des anges et par la présentation des raisons qui incitent désormais de nombreux gouvernements à privilégier cette catégorie d'intervenants. Nous proposons un double cadre d'analyse. Le premier est une synthèse des avantages et limites des principaux types d'avantages fiscaux qui peuvent être consentis aux investisseurs pour les inciter à accroître leur activité d'ange investisseur ou à devenir des anges actifs : crédit à l'entrée, réduction ciblée de l'impôt sur les gains en capital, déduction de pertes en capital du revenu imposable. Le second est une analyse des recommandations des spécialistes du domaine en matière de conception de programme. Nous étudions et récapitulons les conditions qui devraient être remplies pour que de tels programmes soient efficaces. Nous utilisons ensuite ces conditions comme une grille d'analyse de programmes types américain, européen, asiatique et canadien.

Comme le souligne l'OCDE (2011 p.106), les incitatifs fiscaux peuvent avoir des effets négatifs indésirables en attirant des investisseurs qui ne sont pas des anges, et qui n'ont donc pas les qualités requises pour sélectionner et suivre les projets. La revue des programmes dédiés aux anges montre que leurs concepteurs n'ont généralement pas été conscients de ce risque. Nous mettons en évidence un double paradoxe. Premièrement, alors que les crédits à l'entrée présentent de très nombreux désavantages, ils semblent être préférés aux autres formes d'incitation dans la vaste majorité des juridictions. Deuxièmement, il n'existe pratiquement pas de programme qui vise spécifiquement les anges, définis comme étant des individus qui en plus des capitaux, sont en mesure d'apporter aux entreprises l'encadrement, les conseils et les contacts essentiels à leur développement. Les programmes ne sont pas non plus dessinés pour favoriser le sous-ensemble des entreprises à forte croissance qui sont le réel moteur de la croissance économique. Ces deux lacunes nous paraissent fort importantes. En particulier, les programmes que nous avons décrits sont susceptibles de provoquer une augmentation importante des valeurs qui réduira le taux de rendement des investisseurs, en raison de l'afflux d'investisseurs peu qualifiés attirés par les crédits d'impôt. Nos recommandations sont présentées en dernière partie. Elles pourront être utiles au Canada, où de tels programmes existent déjà dans plusieurs provinces et sont à

* Les auteurs remercient le Conseil de recherche en sciences humaines du Canada qui a permis la réalisation de cette étude. Ils remercient également François Gilbert (Anges Québec) et Luc Godbout (Université de Sherbrooke) pour leurs commentaires relatifs aux versions antérieures de ce document.

[†] Professeure titulaire, Université Laval et Fellow CIRANO, email: Cecile.Carpentier@fsa.ulaval.ca.

[‡] Professeur titulaire, Université Laval et Fellow CIRANO, email: Jean-Marc.Suret@fsa.ulaval.ca.

l'étude dans plusieurs autres. Le document est complété par des annexes qui décrivent sommairement la soixantaine de programmes mis en place au cours des années récentes.

Mots clés : Anges investisseurs, aide au financement, incitatifs fiscaux.

Recently, public policy makers have devoted increasing attention to business angels as a means of increasing the supply of early stage venture capital. Business angels are valuable smart money investors, who are qualified to provide advice about management and contacts, along with hands-on assistance. To promote investing by angels, several governments have implemented or are studying tax incentives. We have detected such programs in more than 60 jurisdictions. In Canada, five provinces and one territory offer business angels tax incentives. However, the design and implementation of tax incentives in the area of small business finance remains a challenging task (Lerner 2010), and several programs miss their target (Sandler 2004 p.498).

This paper surveys and provides a critical analysis of all the programs we have detected worldwide. Our objective is to provide an analysis framework and suggestions for policy makers and various groups that are clamoring for tax benefits. After clarifying the definition of business angels and survey the motives behind the implementation of tax incentives focused on this category of investors, we develop a twofold analytical framework to study various types of incentives. The first framework is devoted to the advantages and drawbacks of the main types of incentives: up-front credit, capital gains deduction, loss deductions. The second framework relies on best practice rules in the area of small business finance incentives, as proposed by researchers and international organizations like the OECD. In the following sections of the document, we use this framework as a tool to analyze the main programs devoted to business angels in the US, Europe, Asia and Canada.

As the OECD (2011 p.106) asserts, granting high net worth individuals greater incentives may increase the number of financial investors but not “angel” investors, i.e. the ones who are presumably providing expertise and contacts in addition to money. Our review indicates that policy makers around the world have not considered this risk. We observe a double paradox. First, despite the benefits of ex-post advantages over up-front credits, the bulk of the programs use up-front credits to promote angel investing. Second, even if the programs are generally presented and described as targeting business angels, most are open to all informal investors, without consideration of their capacity to provide advice and guidance to start-ups. Most often, the programs are not focused on good quality high growth companies, which provide most of the job creation and economic growth effects. Those two weaknesses are significant. As designed, the programs should attract numerous unsophisticated investors looking for tax relief. In turn, those investors will increase the stock's valuation and reduce the expected returns of business angels. We provide our recommendations in the last part of this paper. We contend that this analysis can provide helpful insight and serve as a reference for Canadian policy makers. The appendix contains a short description of each of the 60 programs we analyzed and the links thereto.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	3
1 LES ANGES INVESTISSEURS.....	5
1.1 QUI SONT LES ANGES?	5
1.2 IMPLICATIONS.....	7
2 LES RECOMMANDATIONS EN MATIÈRE DE PROGRAMME D' AIDE AU FINANCEMENT	7
2.1 AVANTAGES ET PROBLÈMES DES MODES D' INTERVENTION.....	8
2.1.1 <i>Les objectifs généraux</i>	8
2.1.2 <i>Avantages et inconvénients des types d'intervention</i>	9
2.1.3 <i>Le transfert intégral des pertes de l'entreprise au compte de l'investisseur</i>	13
2.1.4 <i>Conclusion</i>	13
2.2 PRINCIPES ET CRITÈRES D'ÉVALUATION DES PROGRAMMES	14
2.2.1 <i>Le programme doit cibler une réelle carence de marché, bien identifiée</i>	14
2.2.2 <i>Le programme doit avoir des objectifs clairs et permettre la rentabilité des investissements</i>	15
2.2.3 <i>Le poids administratif du programme doit être le moins élevé possible</i>	16
2.2.4 <i>Le programme doit tenir compte des problèmes d'agence</i>	16
2.2.5 <i>Le programme doit être évalué périodiquement</i>	17
2.3 LES AUTRES RECOMMANDATIONS	18
3 LES PROGRAMMES AMÉRICAINS OFFRANT DES CRÉDITS À L' ENTRÉE	20
3.1 VUE D'ENSEMBLE	20
3.2 UN PROGRAMME TYPE EN GEORGIE	21
3.2.1 <i>Le programme</i>	21
3.2.2 <i>Analyse du programme selon la grille d'analyse</i>	22
3.3 LES ANALYSES DES PROGRAMMES AMÉRICAINS	23
3.4 CONCLUSION	24
4 LES PROGRAMMES EN DEHORS DE L' AMÉRIQUE DU NORD OFFRANT DES CRÉDITS À L' ENTRÉE	24
4.1 L' ENTERPRISE INVESTMENT SCHEME	25
4.1.1 <i>Le programme</i>	25
4.1.2 <i>Analyse selon la grille</i>	25
4.1.3 <i>Les autres évaluations de l'EIS</i>	26
4.2 L' EXPÉRIENCE PORTUGAISE	28
4.3 LE CAS DE SINGAPOUR	28
4.3.1 <i>Caractéristiques du programme</i>	28
4.3.2 <i>Analyse du programme</i>	29
4.4 ISRAËL.....	30
4.5 CONCLUSION	31
5 LE CANADA	31
5.1 LE PROGRAMME EBC DE LA COLOMBIE BRITANNIQUE	31
5.1.1 <i>Le programme</i>	31
5.1.2 <i>Analyse du programme selon la grille</i>	32
5.1.3 <i>Les autres analyses du programme</i>	33
5.2 AUTRES PROGRAMMES AU CANADA	34
6 LES PROGRAMMES DE CRÉDIT A POSTERIORI ET DE GARANTIE	35
6.1 LES PROGRAMMES A POSTERIORI	35
6.1.1 <i>La réduction des taux</i>	35
6.1.2 <i>Le report de l'imposition</i>	36

6.1.3 Analyse du programme fédéral américain selon la grille	37
6.2 LES PROGRAMMES DE GARANTIE	38
6.2.1 Les garanties hors fiscalité	38
6.2.2 Les programmes de garantie via la fiscalité.....	38
7 CONCLUSION : LES CONDITIONS D'UN PROGRAMME EFFICACE.....	39
BIBLIOGRAPHIE	41
ANNEXE 1 : PROGRAMMES INSTAURÉS AUX ÉTATS-UNIS.....	47
ANNEXE 2 : PROGRAMMES INSTAURÉS EN DEHORS DE L'AMÉRIQUE DU NORD	55
ANNEXE 3 : PROGRAMMES INSTAURÉS AU CANADA	57
ANNEXE 4 : PROGRAMMES À LA SORTIE ET DE DÉDUCTION.....	61

INTRODUCTION

Pour promouvoir le développement des entreprises nouvelles, notamment dans le domaine des technologies, les gouvernements ont utilisé diverses formes d'incitatifs fiscaux. Ces programmes ont tenté d'augmenter l'offre de capital en octroyant des crédits d'impôt dans le cas des fonds de travailleurs ou du Régime d'épargne-actions du Québec. Ils ont également cherché à stimuler la recherche par les crédits d'impôt à la recherche et au développement (Larin et al. 2001). En matière de financement, l'effort des gouvernements a largement porté sur l'offre de capital de risque institutionnel, stimulée par l'octroi d'avantages fiscaux (Sandler 2004).

Un triple constat a amené plusieurs gouvernements à s'intéresser davantage aux investisseurs providentiels ou anges investisseurs. En premier lieu, le Canada procure les aides fiscales les plus importantes au monde en matière de recherche et de développement (Conseil des sciences de la technologie et de l'innovation 2011). Toutefois, ces efforts ne semblent pas avoir d'effets importants sur l'innovation, la croissance de la productivité, la création et le développement de nouvelles entreprises.¹ Le passage de la recherche à l'innovation reste donc difficile, ce qui renvoie à la problématique de leur financement (Conseil des sciences de la technologie et de l'innovation 2011). En second lieu, les avantages fiscaux accordés aux sociétés de capital de risque (Osborne et Sandler 1998) n'ont permis de financer qu'un petit nombre d'entreprises, principalement lors des phases avancées de développement. Les phases de démarrage sont largement négligées au point de ne représenter que quelques investissements par année. Pourtant, et c'est là le troisième constat, des besoins importants se font sentir lors des étapes de démarrage et de pré-démarrage, habituellement financées par les anges et le capital relationnel. Pour certains auteurs, la stratégie canadienne en matière de capital de risque est un échec (Brenner et Brenner 2010).

Les anges investisseurs sont des individus qui, seuls ou dans le cadre de réseaux, investissent leurs propres fonds dans des entreprises nouvelles et accompagnent leur développement. Ils financent de nombreuses entreprises à des stades précoces de développement (Riding 2008; Wang 2009). Plusieurs gouvernements ont instauré des incitatifs fiscaux pour accroître leur activité (EBAN 2009; Mason 2009). Cette situation n'est pas entièrement nouvelle. Sandler (2004 p.215-235) évoquait déjà plusieurs mécanismes existant au Canada et aux États-Unis. Lerner (1998) analysait également les efforts américains en faveur des anges investisseurs. Toutefois, on assiste à une généralisation de ces initiatives de nature fiscale. Elles existent dans la majorité des états américains et au niveau fédéral, dans la plupart des États européens (EBAN 2009; Mason 2009) et dans certains pays d'Asie. Au Canada, des programmes d'avantages fiscaux ont été mis en place dans six provinces et un territoire.² L'Association des anges

¹ Le Conference Board situe le Canada au 14^{ème} rang sur 17 pays en matière d'innovation en 2010. Voir Conference Board of Canada, (2011), *Innovation Overview*, consulté le 19/2/2012 à <http://www.conferenceboard.ca/hcp/overview/innovation-overview.aspx#grade>. Le Conseil des sciences de la technologie et de l'innovation (2011, p.41) note la très faible croissance de la productivité au Canada et souligne le rôle fondamental du financement dans le développement de l'innovation.

² Des aides directes aux réseaux d'anges et des fonds d'appariement, qui constituent des moyens d'appuyer l'action des anges en dehors de la fiscalité, ont été instaurées dans deux autres provinces, le Québec et l'Ontario. Le gouvernement fédéral a toutefois annoncé, le 29 novembre 2011, l'octroi de plus de 2 millions de dollars sous forme de subvention directe à 4 réseaux d'anges ontariens, ainsi qu'aux associations canadienne et ontarienne des anges.

canadiens mène une campagne active pour que des avantages fiscaux soient accordés au niveau fédéral, au Québec et en Ontario.³

Ajuster la fiscalité pour faciliter l'activité des anges est une demande récurrente des organismes qui représentent et regroupent ces investisseurs.⁴ Leur argument est le suivant. Les anges ont un impact important sur le financement des entreprises en émergence. Ils ne représentent toutefois qu'une faible proportion des anges potentiels, c'est-à-dire des individus qui, tout en présentant le profil classique des anges, n'ont pas entrepris cette activité. Des avantages fiscaux seraient donc requis pour inciter ces individus à rejoindre les réseaux et à entreprendre le financement des entreprises émergentes. Dessiner des programmes de stimulation de l'offre de capital n'est toutefois pas chose facile. Comme l'indique Lerner (2010 p.5-6), les programmes destinés à promouvoir le financement des nouvelles entreprises ont été, en grande majorité, des échecs qu'il attribue à la structure défailante des programmes (chapitre 6) qui sont mal implantés (chapitre 7). D'ailleurs, des observateurs avertis tels que Scott Shane considèrent les programmes fiscaux dédiés aux anges investisseurs avec beaucoup scepticisme.⁵

Dans la présente étude, nous proposons une revue, une analyse et une réflexion sur les programmes d'incitatifs fiscaux destinés à favoriser l'activité des anges.⁶ L'étude comporte sept

<http://www.feddevontario.gc.ca/eic/site/723.nsf/eng/00685.html>

³ Un programme de crédit d'impôt destiné aux anges a été évoqué lors des dernières élections provinciales en Ontario, mais n'a pas été implanté.

<http://www.ottawacitizen.com/business/Investment+credits+could+kick+start+funding+high+tech+startups/6088034/story.html>.

⁴ Voir les livres blancs des associations canadienne et européenne, soit : NACO White Paper, Recommendations on Early Stage Investment to Quebec Parliament, February, 2004. <http://www.angelinvestor.ca/userfiles/file/IPTC/Angel%20Investor%20Reports/NAOPolicyWhitePaperQuebecFebruary-6-2004.pdf> et EBAN 2010. Early Stage Investing: An Asset Class in Support of the EU Strategy for Growth and Jobs. European Business Angel Network White Paper October 2010, Available at <http://www.eban.org/resource-center/policy>.

⁵ Scott Shane, *The Problem with Tax Credits for Angel Investors*, Bloomberg Business Week http://www.businessweek.com/smallbiz/content/aug2010/sb20100820_461551.htm.; Chris Hayter, *State Strategies to Promote Angel Investment for Economic Growth*, NGA Center for Best Practices, <http://www.nga.org/Files/pdf/0802ANGELINVESTMENT.PDF>; *These policies can be controversial and their impact has not been rigorously evaluated; even angels are in disagreement as to the economic growth benefits of tax credits. However, if tax credits are to be implemented, there are several principles that states can incorporate from other states' experiences. Additional monitoring and evaluation will be needed in the field of angel investment to better determine the effectiveness of financial tools*; Jeff Cornwall, *The Entrepreneurial Mind: Not A Fan of Angel Investment Tax Credits*, <http://www.businessinsider.com/not-a-fan-of-angel-investment-tax-credits-2011-4>. Jeff Cornwall, director of the Belmont University Center for Entrepreneurship: *Targeted tax credits for angel investments do little to spur new investments or to increase the overall activity level of angel investing over the long term*, in Milt Capps: *Angel Tax Credit: Prayers for passage not on all lips*, Ventures Nashville, April 11, 2011, <http://www.venturenashville.com/angel-tax-credit-prayers-for-passage-not-on-all-lips-cms-591>

⁶ Les incitatifs fiscaux constituent l'un des sous-ensembles de mesures prises par divers gouvernements pour stimuler l'activité des anges. Mason (2009) décrit ces divers mécanismes, qui incluent les fonds de co-investissement, l'aide à la constitution et au fonctionnement des réseaux d'anges, la formation des anges et celle des entrepreneurs. Nous nous limitons ici aux programmes qui utilisent la fiscalité pour inciter les particuliers à investir directement dans les sociétés fermées en démarrage.

sections. Dans la première, nous dressons un portrait des anges investisseurs et en tirons les implications en matière de politique publique. Dans la seconde section, nous rappelons les principes qui devraient guider les décideurs publics lors de la mise en place de programmes dédiés au financement des entreprises émergentes. La vaste majorité des incitatifs mis en place accordent des avantages lors de l'investissement. Nous passons en revue ces programmes à l'entrée au niveau des États et du gouvernement fédéral américains (section 3), en dehors de l'Amérique du Nord (section 4) ainsi qu'au Canada (section 5). Nous analysons, dans chaque cas, un programme type en utilisant la grille d'analyse élaborée dans la section deux et passons en revue, lorsqu'elles existent, les analyses antérieures de ces programmes. Nous présentons et analysons, dans la sixième section, les programmes qui accordent des avantages ou des protections lors de la disposition des placements. Dans la dernière section, nous discutons les implications de notre étude. Après avoir étudié une soixantaine de programmes, nous constatons que seuls ceux de Singapour, du Portugal et du Tennessee (qui n'est pas encore en vigueur), respectent les principes de base qui devraient régir ce type d'incitatif, tout en utilisant une approche à l'entrée qui n'est vraisemblablement pas optimale. Ces programmes constituent les seuls incitatifs fiscaux exclusivement dédiés aux anges investisseurs. Cette condition nous semble pourtant essentielle si on désire favoriser l'investissement des investisseurs les plus qualifiés dans les entreprises les plus performantes.

1 LES ANGES INVESTISSEURS

1.1 QUI SONT LES ANGES?

Le domaine du capital de risque comprend les divers fonds qui constituent le capital de risque formel ou institutionnel. Le capital de risque informel est apporté par les anges qui sont très différents des investisseurs classiques (Mason 2008; Wong et al. 2009). Il s'agit d'individus dont l'avoir est important et qui, le plus souvent, ont vécu avec succès une ou des expériences d'entrepreneur. Ils investissent dans des sociétés fermées, sans lien de dépendance préalable ni relation amicale ou familiale, et interviennent dans la gestion. Ils peuvent donc jouer un rôle significatif en raison de leurs connaissances préalables du domaine et des affaires. Il semble d'ailleurs que seuls les anges actifs dans la gestion puissent dégager des taux de rendement satisfaisants (Riding 2008). Pour certains spécialistes, les anges représentent les « vrais » investisseurs en capital de risque. Selon Mason (2008) : *Business angels are high net worth individuals who invest their own money, along with their time and expertise, in unquoted companies in which they have no family connection in the hope of financial gain.*

Barkoczy et Sandler (2007 p.13) donnent la définition suivante que nous adopterons dans le cadre de cette étude : *Angel capital is provided by wealthy entrepreneurs and business people, also known as "business angels", who are unrelated to an SME's founders, but are willing to use their private reserves to make investments in new and developing businesses.* Ces auteurs insistent sur le fait que l'apport des investisseurs en capital de risque ne se limite pas à la dimension financière, mais inclut une participation active et compétente au développement de l'entreprise, rendue possible par leur statut préalable d'entrepreneur ou de gens d'affaires.

Le seul fait d'investir dans une société fermée ne définit pas un ange investisseur, ni d'ailleurs son niveau de richesse ou de revenu, ni son statut d'investisseur qualifié au sens des valeurs mobilières. Un ange doit aussi posséder les compétences requises pour appuyer l'équipe de direction et être décidé à le faire. Il doit donc posséder une expertise et une expérience pertinentes au domaine d'affaires et les anges constituent un sous-ensemble restreint des

investisseurs qualifiés au sens des valeurs mobilières ou encore des investisseurs informels⁷ (Sørheim et Landström 2001). Il importe toutefois de souligner que la plupart des mécanismes mis en place aux États-Unis, ainsi que de nombreux travaux, qualifient d'anges l'ensemble des investisseurs informels. Nous n'endossons pas cette confusion et, chaque fois que cela est possible, nous utilisons les termes d'investisseurs informels lorsque les programmes et écrits traitent de l'ensemble des investisseurs. La distinction nous semble fondamentale. Des programmes axés sur les investisseurs peuvent permettre d'augmenter la quantité de capitaux mis à disposition d'entreprises, mais ce capital sera de faible qualité. Les investisseurs informels autres que les anges ne disposent pas, en effet, des habiletés et connaissances pour sélectionner puis encadrer les entreprises en démarrage. Les programmes ciblés sur les anges peuvent permettre d'augmenter la quantité offerte de capital de qualité. Il semble en effet établi que l'apport principal des anges se situe dans leur aide dans les domaines stratégiques, dans la supervision, l'aide à l'acquisition des ressources, notamment financières, et dans le mentorat (Politis 2008).

En 2009, aux États-Unis, de 10 000 à 15 000 anges étaient regroupés en réseau, selon l'Association américaine des anges (ACA). Le nombre d'anges actifs qui n'appartiennent pas aux réseaux se situerait entre 225 000 et un million suivant les études. La nature même de leur activité les rend difficilement détectables et Shane (2008a) conteste les estimations généralement utilisées par les groupes de pression. Il y aurait 4 200 000 millionnaires recensés aux États-Unis. L'argument des associations d'anges est que des avantages fiscaux, notamment la réduction de l'impôt sur le gain en capital, pourraient inciter des individus qui en ont le profil, mais qui ne sont pas actifs (les anges potentiels ou anges vierges) à devenir des anges investisseurs (EBAN 2010 p.6).

Les réseaux d'anges investisseurs se sont multipliés au cours des dernières années.⁸ Selon DeGennaro et Dwyer (2010), les anges investisseurs aguerris qui opèrent en réseau se tirent mieux d'affaire que les investisseurs institutionnels. Les réseaux permettent de réduire en partie l'obstacle que représente l'asymétrie informationnelle. Les réseaux sont visibles et peuvent constituer une porte d'entrée pour les projets. Ils permettent d'orienter les demandes vers les membres experts dans le secteur concerné et partager les risques.

Puisque les anges investissent leurs propres capitaux, nous excluons de l'analyse les programmes qui accordent des crédits en échange d'investissement dans des fonds gérés par des professionnels. Ces fonds de détail (*retail funds*), selon la terminologie de Hellman et Schure

⁷ Pour investir lors d'opérations de financement privé dans des entreprises avec lesquelles ils n'ont pas de lien de dépendance, la réglementation des valeurs mobilières exige que les investisseurs soient qualifiés, accrédités ou agréés. La terminologie et les seuils varient d'une juridiction à l'autre, mais les investisseurs individuels qualifiés doivent avoir un revenu ou un avoir net important. L'expérience en affaire ou en investissement des individus ne fait pas partie des critères requis pour obtenir cette qualification. Nous employons le terme d'investisseurs qualifiés pour l'ensemble de juridictions étudiées.

⁸ Les Association Européenne (EBAN) et américaine (ACA) des anges revendiquent respectivement 235 et 300 réseaux. Voir EBAN White Paper 2010, consulté en ligne le 19/2/2012 à :

<http://www.eban.org/resource-center/publications/eban-publications>

et le document de l'ACA consulté en ligne le 19/2/2012 à :

<http://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Public%20Policy/Federal%20Value%20of%20Angels%20FAQ%202009R.pdf>

(2010), vendent des parts au public. Toutefois, nous avons conservé certains programmes qui permettent la création de fonds de petite taille, qui ne vendent pas d'actions au public et assurent aux anges des possibilités de syndication des placements. Il s'agit des *non-retail funds*.

1.2 IMPLICATIONS

Les décideurs publics peuvent tenter d'augmenter l'activité des anges en empruntant diverses avenues. La première consiste à augmenter l'activité des anges déjà actifs. Pour cela, une politique publique peut tenter d'améliorer le rendement des investissements pour que les anges actifs attribuent une part plus importante de leur portefeuille à ce type de placement, au moyen de la fiscalité. Les avantages fiscaux peuvent amener des anges vierges à devenir des anges actifs, ce qui constitue une seconde avenue d'intervention. Si elles ne sont pas ciblées, de telles politiques peuvent augmenter le bassin des investisseurs informels et non des anges, en attirant des investisseurs sans expérience ni compétence vers le secteur risqué de l'investissement dans les sociétés en démarrage. Une troisième avenue consiste à accroître les montants mis à disposition des entreprises à l'aide d'un fonds d'appariement, qui augmente les montants investis par les anges. C'est le cas, au Québec, du nouveau fonds Capital Anges Québec ainsi que des différents fonds d'intervention économique régionaux (FIER), qui souscrivent deux dollars pour chaque dollar investi par le milieu. Il est également possible d'augmenter l'efficacité des anges qui agissent individuellement en les attirant vers des réseaux qui accroissent la quantité et la qualité des propositions qui leur sont amenées. Une dernière stratégie consiste à agir sur la demande de capitaux propres, en guidant, formant et encadrant les entrepreneurs de façon à améliorer l'approvisionnement en projets, qui semble demeurer problématique.⁹

La plupart des mécanismes mis en place visent à augmenter le rendement attendu des investissements des anges, ou à en réduire le risque en assurant les placements contre les pertes, soit par l'intervention de mécanismes gouvernementaux, soit par la fiscalité. On atteint ces objectifs en permettant, par exemple, que les pertes encourues deviennent totalement déductibles du revenu. Nous nous limitons ici aux mécanismes qui font intervenir la fiscalité.

2 LES RECOMMANDATIONS EN MATIÈRE DE PROGRAMME D'AIDE AU FINANCEMENT

La conception d'un programme peut être divisée en deux étapes. Dans un premier temps, il s'agit de déterminer le type d'outil qui sera utilisé. Dans une seconde étape, il faut dessiner les dispositions du programme pour qu'il soit efficace. Nous étudions successivement les recommandations et principes liés à ces deux phases du processus.

Les incitatifs fiscaux sont de trois types. Dans quelques juridictions, le taux d'impôt sur le gain en capital est ajusté pour améliorer le rendement des placements et favoriser l'investissement dans certaines catégories d'entreprise. On peut également permettre le report de l'imposition des gains. Il s'agit d'avantages consentis a posteriori. Toutefois, la majorité des États, provinces et

⁹ Plusieurs spécialistes du domaine défendent qu'il existe peu de projets valables dont les promoteurs sont disposés à ouvrir le capital tout en disposant des compétences de gestion et de la connaissance du secteur requises par les investisseurs en capital de risque (Mason et Harrison 2001; McAdam et Marlow 2011). La rareté des projets serait donc un obstacle important au développement de l'activité des anges. Une stratégie d'appui au financement de démarrage devrait donc également comprendre des actions du côté de la demande, dont Mason et Kwok (2010) présentent une analyse dans le cas du Royaume-Uni.

pays ont opté pour des crédits accordés lors de l'acquisition des titres, qui constituent des avantages concédés à l'entrée. Il est enfin possible de limiter le risque encouru par les investisseurs en permettant de déduire la perte du revenu imposable plutôt que des gains en capital généralement moins imposés. La majorité des programmes offrent des crédits à l'entrée. Pourtant, les spécialistes du domaine considèrent généralement que ce mode d'intervention est le moins efficace. Nous consacrons la section 2.1 à la comparaison des avantages et des inconvénients de chacune des approches. Par la suite, nous nous intéressons aux recommandations relatives aux modalités des programmes.

Plusieurs travaux se sont penchés sur les règles d'élaboration des programmes en matière d'aide au financement des nouvelles entreprises. La Commission européenne (2005) a mandaté un groupe d'experts pour identifier les critères des meilleures pratiques en matière de programmes publics permettant de capitaliser des entreprises en démarrage. Nous utilisons également largement les travaux de Sandler (2004) et de Barkoczy et Sandler (2007). Ces auteurs passent en revue un grand nombre de programmes ainsi que les évaluations de ces initiatives. Nous nous sommes également inspirés de l'analyse d'Heard et Sibert (2000), qui listent les critères de réussite des programmes dans ce domaine, ainsi que de la section intitulée *The Need for Stimulating Angel Investment* de Gompers et Lerner (2003 p.289). Nous avons sélectionné les critères qui s'appliquent aux programmes dédiés aux investisseurs individuels et ignoré ceux qui ne sont pertinents que pour les mécanismes formels de capital de risque.

2.1 AVANTAGES ET PROBLÈMES DES MODES D'INTERVENTION

Le choix du mécanisme d'intervention fiscale contient implicitement une réponse à la question fondamentale suivante : veut-on privilégier la quantité, en attirant un maximum de capitaux dans le plus grand nombre d'entreprises possible ou attirer des fonds provenant d'investisseurs compétents vers des entreprises à fort potentiel de croissance?

2.1.1 Les objectifs généraux

Du point de vue de l'optimalité des politiques publiques, l'accent devrait être mis sur les entreprises à fort potentiel de croissance, même si l'identification de ces entreprises est difficile a priori. Il existe en effet des évidences claires à l'effet qu'un petit sous-ensemble d'entreprises à fort potentiel crée la grande majorité des emplois qu'on attribue généralement aux PME (Henrekson et Johansson 2010) et influence la croissance économique. Comme l'écrivent Mason et Brown (2011) *there is considerable empirical evidence to support the proposition that only a small proportion of firms, often termed gazelles, create the majority of jobs in any cohort of new businesses*. Il se dégage désormais un consensus large à l'effet que les politiques publiques devraient cibler ces entreprises, même si les moyens proposés pour atteindre cet objectif sont rarement exposés (Mason et Brown 2011).

Les avantages devraient être conçus pour cibler les investisseurs compétents, capables d'apporter aux entrepreneurs des contacts, des conseils et un encadrement : le *smart money* (Gompers et Lerner 2010). Ce type d'investisseurs devrait être privilégié par rapport aux investisseurs passifs et sans compétence particulière. Seuls les investisseurs avertis et compétents peuvent sélectionner correctement les projets, aider les entreprises à se développer et réaliser des taux de rendement acceptables (Riding 2008). Le fait de cibler des investisseurs compétents permet de leur déléguer le choix des meilleurs projets. Inciter des investisseurs sans aptitude particulière ni expérience d'affaires à investir leur épargne dans le domaine extrêmement risqué du capital de risque est difficilement défendable. Par ailleurs, l'implication

d'investisseurs peu compétents dans une entreprise en croissance peut rendre plus difficile le financement des rondes subséquentes de financement (Gompers et Lerner 2010). Enfin, cibler les avantages vers certaines entreprises et certains investisseurs permet de diminuer le coût de la dépense fiscale.¹⁰

Dans la mesure où les politiques ciblent les entreprises à fort potentiel, pour lesquelles les conseils, l'encadrement et les réseaux sont essentiels, les mécanismes devraient être choisis de façon à inciter les investisseurs à sélectionner les projets avec soin puis à s'impliquer activement dans le développement des entreprises.

2.1.2 Avantages et inconvénients des types d'intervention

Nous avons récapitulé, au tableau 1, les avantages et désavantages des divers modes d'intervention. De façon générale, les auteurs concluent que les crédits d'impôt à la sortie sont préférables aux crédits à l'entrée (Barkoczy et Sandler 2007). Les crédits à l'entrée, surtout lorsqu'ils sont très généreux, provoquent une distorsion des choix d'investissement (OECD 2002, p.16). L'investisseur agit de façon à se procurer les crédits et non de façon à financer les projets les plus rentables. Il n'alloue donc pas les fonds de façon optimale. L'octroi de crédits importants à l'entrée réduit fortement l'incitation des investisseurs à jouer leur rôle de surveillance, conseil et encadrement. Les crédits d'impôt à l'entrée sont particulièrement dommageables lorsqu'ils atteignent des taux aussi élevés que ceux observés par exemple à Hawaii, qui a expérimenté un crédit de 100% étalé sur plusieurs années.

Les crédits à l'entrée provoquent l'augmentation des valorisations, ce qui réduit les taux que peuvent réaliser les acquéreurs des actions assorties d'un avantage fiscal. Deux éléments peuvent accroître l'inflation des valorisations. Le premier est le manque de discernement et de rationalité des investisseurs, le second est le déséquilibre entre l'offre et la demande de fonds. Dans un univers où il existe un nombre limité de projets valables, l'octroi d'un avantage fiscal à l'entrée augmente la valorisation des actions jusqu'au niveau où le prix des actions, net du crédit d'impôt, égale ou dépasse la valeur intrinsèque des titres.¹¹ L'augmentation de la valeur réduit le taux de rendement que réalisent les investisseurs. L'effet est connu sous le terme de taux implicite d'impôt (Carpentier et Suret 2006 p.54). Les associations d'anges semblent être très peu conscientes de ce phénomène lorsqu'elles plaident pour l'instauration de crédits peu ciblés et généreux. En augmentant de façon importante le nombre d'investisseurs peu qualifiés face à une offre limitée de bons projets, de tels programmes peuvent diminuer le rendement après impôt et avantages fiscaux que réalisent actuellement les anges.

À l'inverse, les crédits d'impôt à la sortie obligent les investisseurs à sélectionner correctement leurs investissements et à mener les opérations de contrôle et de surveillance qui sont des éléments essentiels du succès des investissements en capital de risque (Osborne et Sandler 1998;

¹⁰ Dans le domaine connexe du capital de risque institutionnel, les spécialistes montrent que les avantages ne devraient pas être accordés à l'ensemble des fonds, mais seulement aux plus performants d'entre eux.

¹¹ Un titre dont la valeur intrinsèque est de 10\$ sera vendu 12\$ si son acquisition permet un crédit de 20%. L'exemple le plus clair de cet effet est donné par le Régime d'épargne-actions du Québec. Les titres de petite et de très petite capitalisation ont procuré des rendements négatifs, même en tenant compte des crédits d'impôt, en raison de valorisations très élevées lors des émissions (Suret 1990).

Mintz et Wilson 2000; Chen et Mintz 2003). La modélisation la plus élaborée des effets des divers modes d'intervention est proposée par Keuschnigg et Nielsen. Dans un premier article (2004), ces chercheurs montrent que les crédits à l'entrée induisent un appauvrissement global (*welfare loss*). Il en est ainsi parce que les avantages octroyés à l'entrée, qui ne sont pas associés à la qualité des projets, augmentent l'afflux d'entreprises sans inciter les investisseurs à augmenter leur implication dans le suivi des projets, ce qui réduit ultimement le taux de rendement des investissements. À l'inverse, la réduction de l'impôt sur le gain en capital augmente le taux de rendement mécaniquement, mais aussi parce qu'il incite à sélectionner les meilleurs projets et à en effectuer un suivi rigoureux. Dans une analyse qui prend en compte l'ensemble des paramètres fiscaux, les mêmes auteurs (Keuschnigg et Nielsen 2006) s'interrogent sur les mécanismes fiscaux susceptibles d'améliorer le taux de succès des entreprises financées en stimulant le capital de risque compétent, dit de qualité. Ils mettent clairement en évidence le rôle positif d'une réduction ou élimination de l'impôt sur le gain en capital et jugent que les avantages consentis à l'entrée sont de nature à réduire la qualité de l'entrepreneuriat et le bien-être général. Toutefois, l'effet potentiel d'une réduction ciblée de l'impôt sur les gains en capital sur l'investissement par les individus n'a pas été estimé, à notre connaissance. Les affirmations voulant qu'une telle réduction augmente significativement l'investissement des anges ne sont appuyées par aucune estimation rigoureuse.¹²

L'octroi d'une exemption de l'impôt sur les gains a un effet potentiel sur les prix des actions. Lors de l'annonce de la décision du Canada, le 28 février 2000, de ramener la proportion des gains en capital assujettie de 75% à 50%, la valeur des actions des entreprises qui ne versent pas de dividendes a augmenté en moyenne de 8,2% (Akindayomi et Warsame 2007). L'augmentation des prix des actions correspond à la valeur actualisée de l'économie d'impôt créée par la réduction du taux qui frappe les gains. Comme ce gain est incertain et lointain, son effet sur le prix devrait être largement inférieur à celui que génèrent les crédits à l'entrée.

Selon Barkoczy et Sandler (2007), le coût pour le gouvernement d'un crédit à la sortie est moindre pour trois raisons. En premier lieu, le crédit n'est pas accordé pour les investissements dans les entreprises qui n'ont pas réussi. Ceci évite au gouvernement de devoir justifier une dépense pour des investissements non rentables. En second lieu, le crédit est octroyé uniquement aux entreprises ayant réussi, lesquelles ont généré des revenus et payé des impôts, ce qui réduit le coût net des programmes. Enfin, le crédit est accordé longtemps après l'investissement, au moment où les actions sont vendues. Toutefois Barkoczy et Sandler soulignent que l'inconvénient des crédits à la sortie est qu'aucun dédommagement n'est offert

¹² Un document diffusé par la fondation Kaufman en 2012 laisse penser que l'exemption totale des gains en capital réalisés dans les actions de sociétés en démarrage augmenterait l'investissement de 50%. (Litan et Robb 2012). Cette estimation repose sur deux hypothèses. Premièrement, on assume qu'il est possible de transposer au niveau de l'investissement des anges des estimations d'élasticité effectuées au niveau macro-économique sur l'investissement des entreprises. Deuxièmement, on suppose que le nombre de projets valables à financer n'est pas limité. Ces deux hypothèses sont peu réalistes et la seconde a été largement contredite (Mason et Harrison 2002). Dans le domaine du capital de risque, la réduction de la taxation des gains semble influencer davantage la création de nouvelles entreprises que l'offre de capital (Gompers et Lerner 1998).

aux investisseurs qui font des investissements non rentables.¹³ Le risque est donc largement supporté par les investisseurs, ce qui peut réduire globalement le nombre des placements (OECD 2002). Le fait que les pertes en capital puissent être déduites des gains ou même du revenu dans certains cas réduit toutefois le risque assumé. La baisse globale du taux d'impôt des gains en capital n'est généralement pas considérée comme un outil valable pour stimuler l'investissement dans les entreprises en démarrage, puisque son effet sera surtout sensible sur les placements les plus liquides. Si l'avantage est le même pour les actions de grandes entreprises que pour les placements risqués dans les sociétés fermées, il est normal que les investisseurs préfèrent les premiers aux seconds. Les exemptions doivent donc être ciblées, ce qui demande une distinction claire entre les placements de type capital de risque et les autres placements. Au Canada, cette distinction ne semble pas être clairement établie (Sandler 2004 p. 96).

Le mode d'imposition des gains en capital, qui reporte le paiement de l'impôt jusqu'au moment de la disposition, induit un effet de verrouillage, connu sous le terme de *lock-in effect*. Dans la mesure où ils sont raisonnablement certains de ne pas avoir à subir une baisse de la valeur des titres, les investisseurs sont incités à reporter la cession de leurs actions. Dans le domaine particulier du financement des entreprises en démarrage, ce phénomène peut limiter les montants disponibles même s'il semble peu probable qu'un ange refuse une offre de rachat de ses titres pour de telles raisons. La réduction ciblée de l'impôt sur les gains en capital diminue cet effet de verrouillage et libère des montants qui peuvent être réinvestis. Toutefois, les dispositions de roulement (*rollover dispositions*), comme celles qui existent au Canada, aux États-Unis ou en Italie, permettent d'éliminer en grande partie cet effet indésirable : les gains sont exemptés d'impôt si le produit de la disposition est réinvesti dans des actions d'une société admissible. Toutefois, si les crédits d'impôt à la sortie récompensent la bonne gestion des investisseurs, ils n'atténuent en rien leurs pertes. Lorsqu'elles surviennent, celles-ci restent intégralement à la charge des contribuables, ce qui ne contribue pas à réduire leur perception du risque de l'investissement.

Barkoczy et Sandler (2007) avancent qu'une façon de contourner ce problème, en utilisant une approche a posteriori, est d'offrir la possibilité de déduire des revenus imposables les pertes en capital sur les investissements dans les petites entreprises. Cette idée rejoint celle des programmes d'assurance de pertes, qui peuvent être également assumées par un fonds dédié.

Le fait de pouvoir déduire la perte encourue lors de la disposition des actions revient à assurer une fraction de l'investissement égale au taux d'impôt marginal de l'investisseur. Une telle mesure influence directement le risque de l'investissement des anges. L'assurance partielle des pertes pose cependant plusieurs problèmes. Premièrement, un tel programme profite en premier lieu aux projets les moins valables, ce qui s'oppose à l'objectif d'orienter le financement vers les meilleurs projets. Deuxièmement, il crée un problème de risque moral, commun à la majorité des formes d'assurance. Dans la mesure où ils sont assurés de couvrir au moins partiellement leurs pertes, mais bénéficient largement des gains en cas de succès, les investisseurs sont incités

¹³ Toutefois, si le programme s'adresse à des investisseurs compétents, le taux de mauvais placement devrait être limité. Par ailleurs, dans la mesure où tous les placements ne justifient pas l'avantage fiscal, l'avantage en question peut être bonifié à enveloppe égale. Enfin, dans la mesure où les pertes en capital sont déductibles des gains ou même, dans certains cas, du revenu imposable, une partie de cette perte est récupérée.

à prendre davantage de risque et à porter une attention moindre à la sélection des projets. Enfin, dans la mesure où la perte est en partie assurée, l'investisseur pourra être plus enclin à liquider une position dans une entreprise qu'il juge peu performante plutôt que de continuer à l'appuyer. Cette situation peut priver une entreprise de ressources alors qu'elle pourrait peut-être survivre (United Nations 2009 p.32).

Tableau 1 : Avantages et désavantages des modes d'intervention fiscale en matière d'incitation au financement des entreprises en démarrage

	Crédits à l'entrée	Crédits via l'impôt sur le gain en capital	Déduction des pertes en capital du revenu imposable des pertes
Projets avantageés	Tous	Les meilleurs	Les plus mauvais
Incitation à la sélection des meilleurs projets	Faible	Forte	Moyenne
Incitation au suivi des projets	Faible	Forte	Faible
Effet de taux implicite (augmentation des valorisations)	Fort	Nul	Possible mais non étudié
Importance de la dépense fiscale	Maximal	Minimal	Moyen
Attrait pour les investisseurs peu qualifiés	Élevé	Faible	Moyen
Effet de verrouillage	Nul	Élevé	Inversé
Effet sur la richesse globale	Négatif	Positif	Négatif (risque moral)
Autres effets désirables		Limite l'effet de verrouillage	
Autres effets indésirables	Attire des investisseurs motivés par les déductions		

2.1.3 Le transfert intégral des pertes de l'entreprise au compte de l'investisseur

Au Canada, des pressions sont exercées afin d'étendre le programme des actions accréditives à des secteurs autres que les ressources naturelles, notamment celui des biotechnologies (Ndubuzor et al. 2009; Biotec Canada 2010).¹⁴ Les détenteurs de telles actions peuvent déduire de leur revenu imposable les pertes de l'entreprise, au prorata de leur participation. L'emploi des actions accréditives pour les entreprises technologiques émergentes a également été évoqué lors des audiences du Comité sénatorial des banques et du Commerce.¹⁵ Dans plusieurs pays, dont les États-Unis, les entreprises en démarrage peuvent opter pour un statut qui permet le transfert des pertes de l'entreprise au compte des investisseurs.

Nous n'avons pas approfondi les avantages et limites de ce type d'avantage fiscal qui ne semble pas être employé actuellement. Les rares analyses avantage-coût qui ont porté sur les actions accréditives dans le secteur des ressources naturelles révèlent qu'elles constituent un avantage dont les investisseurs bénéficient relativement peu (Jog et al. 1996; Lenjosek 1998). Le taux de rendement des actions accréditives est inférieur à celui des actions ordinaires, ce qui découle de l'augmentation du coût d'acquisition lié à l'avantage de la déductibilité des pertes. Par ailleurs, les actions accréditives du secteur des ressources sont émises par des sociétés ouvertes pour lesquelles l'information est disponible. La possibilité pour les investisseurs de déduire les pertes de l'entreprise de leurs revenus, dans la limite de leur mise de fonds, crée un profil particulièrement avantageux de rendements espérés dans le secteur des technologies. Les entreprises rapportent en effet des pertes durant les premières années, avant de rapporter des profits et de permettre, en cas de succès, des gains lors de la disposition. Selon ce schéma, le coût net des actions après déduction des pertes peut devenir nul et le rendement espéré le moins favorable est nul. Dans le cas des pertes suivies d'une croissance rapide, les rendements des investisseurs peuvent devenir très élevés, même si la déduction des pertes de l'entreprise réduit le prix de base rajusté pour les actions détenues. On crée donc une catégorie de titres à profil de rendement et de risque très avantageux, qui devrait attirer de très nombreux investisseurs et faire augmenter les valorisations. Aux États-Unis, la valeur attribuée aux actions d'une société fermée augmente de plus de 50% lorsqu'elle se qualifie selon la section S du chapitre 1 du code de l'impôt, qui lui accorde un statut proche de celui des sociétés en commandite (Sellers et Fannon 2011). La mesure introduit par ailleurs une différence très significative entre les rendements réalisés par le promoteur et le capital relationnel d'une part et les investisseurs externes de l'autre. Cette différence est porteuse de problèmes d'agence importants.

2.1.4 Conclusion

En dépit des recommandations convergentes des spécialistes vers les programmes a posteriori, il existe très peu de programmes basés sur ce principe. L'explication la plus évidente à cette situation est que les programmes ont été généralement développés pour augmenter la quantité des projets financés sans égard à leur qualité, et sans se préoccuper non plus de la qualité du

¹⁴ Pour le secteur des technologies propres, Voir Richard S. Surin, *Flow-through shares: A path to leadership in the clean innovation economy* 11 août 2010, Norton Rose, retrouvé le 18/2/2012 à <http://www.nortonrose.com/knowledge/publications/53476/flow-through-shares-a-path-to-leadership-in-the-clean-innovation-economy>

¹⁵ Délibérations du Comité sénatorial permanent des Banques et du commerce, Première session de la quarante et unième législature, 2011, jeudi 6 octobre 2011 - mercredi 19 octobre 2011, 2.13-2.14.

capital et des investisseurs attirés par les programmes. La mise en évidence du fait que ce n'est pas le nombre, mais la qualité des entreprises en démarrage qui détermine la croissance économique est récente (Fritsch et Schroeter 2009). La recommandation des spécialistes de cibler en priorité les entreprises à fort potentiel est également relativement récente (Shane 2008b; Mason et Brown 2011). Cette dimension ne semble pas avoir été intégrée dans les politiques existantes. Il est également possible que les décideurs publics aient privilégié la simplicité des systèmes à l'entrée, et leur effet plus immédiat, que celui des incitatifs a posteriori. Nous nous intéressons donc surtout aux programmes à l'entrée qui, pour être efficaces, devraient respecter un ensemble de caractéristiques. Nous consacrons ensuite une section aux programmes a posteriori et aux systèmes de garantie.

2.2 PRINCIPES ET CRITÈRES D'ÉVALUATION DES PROGRAMMES

Une fois choisi le type d'action qui sera utilisé, il reste à définir les modalités des programmes. Un certain nombre de principes généraux émergent des travaux antérieurs.

2.2.1 Le programme doit cibler une réelle carence de marché, bien identifiée

Ce critère est le premier listé par la Commission européenne (2005, p. 14s). Il est également cité en tout premier lieu par Heard et Sibert (2000). L'intervention des gouvernements n'est en effet requise que si de réelles lacunes de marché ont été mises en évidence.

Le seul segment du marché où une intervention peut être justifiée est le financement des petites sociétés innovantes en croissance. C'est l'avis de la vaste majorité des spécialistes universitaires et des responsables des politiques publiques (OECD 2006) et celui émis par les firmes spécialisées engagées par Industrie Canada (Equinox Management Consultants Ltd 2002). Il y a donc un consensus selon lequel il existe des difficultés de financement des entreprises aux premiers stades de croissance. Au Québec en particulier, le capital de risque n'a financé que très peu d'entreprises au stade de démarrage au cours des dernières années. Selon la Commission européenne (2009, p.6) : *Business angels are in many cases the only active private seed investors*. Il n'existe donc pas de rationalité économique à l'attribution d'avantages fiscaux à des fonds ou mécanismes qui investissent majoritairement dans des sociétés des secteurs traditionnels qui ne sont pas en situation de démarrage.

À notre connaissance, les lacunes de financement ont été surtout évoquées dans le cas des entreprises innovantes, notamment en raison des délais requis pour mettre au point et valider les innovations, de l'asymétrie de l'information qui est supérieure dans de telles entreprises et du caractère intangible des éléments d'actif. C'est le cas en particulier pour les entreprises à vocation scientifique ou technologique, dont les principaux actifs sont les technologies axées sur le savoir et le capital humain, difficiles à évaluer (Groupe Secor Inc. 1998, p.8). Il n'est pas aisé de définir exactement les caractéristiques des entreprises qui font face à la problématique du financement des premiers stades de démarrage. Deux avenues sont possibles. On peut instaurer un processus d'agrément, qui définit les entreprises innovantes admissibles.¹⁶ Cette approche entre toutefois en conflit avec d'autres recommandations, notamment en ce qui concerne la rapidité du processus de prise de décision et le poids bureaucratique. Il est également possible

¹⁶ Ce processus est déjà en place pour certains crédits au Québec. Par exemple pour obtenir le crédit d'impôt remboursable pour développement des affaires électroniques, une société doit détenir une attestation annuelle d'admissibilité délivrée par Investissement-Québec.

d'exclure certains secteurs où les besoins de financement de l'innovation sont limités. Sandler (2004) recommande d'ailleurs d'exclure le commerce de détail, les restaurants, les services à la personne, les services financiers et l'immobilier.

Critère 1a : Le mécanisme exclut certains secteurs pour lesquels les lacunes de marché ne sont pas évidentes et où l'innovation est généralement peu présente.

Critère 1b : Le mécanisme exclut le financement des étapes de développement qui ne correspondent pas aux critères du capital de démarrage.

Il est généralement admis que le capital de démarrage concerne les entreprises en phase de maturation (preuve de concept), amorçage (pré-démarrage) et au début de la phase de démarrage (Conseil de la science et de la technologie du Québec 2010 p.23). C'est d'ailleurs à cette phase du développement qu'on associe généralement l'activité des anges. Les limites du programme en ce qui concerne les entreprises admissibles devraient donc être définies en termes de stade de développement et non en fonction du temps, de la taille de l'actif ou du montant maximum alloué. En effet, les durées de développement ainsi que les montants requis pour atteindre les premiers revenus sont très variables d'un secteur à l'autre. L'obtention des premières ventes significatives, c'est-à-dire non liées à la vente d'un prototype ou d'échantillons, pourrait être un critère satisfaisant. L'inclusion d'entreprises matures parmi les entreprises admissibles risque de provoquer un déplacement des investissements vers les entreprises les mieux établies et les moins risquées.

Critère 1c : Le mécanisme définit les limites des placements ou entreprises admissibles en se référant à la notion de stade de développement.

2.2.2 Le programme doit avoir des objectifs clairs et permettre la rentabilité des investissements

Les auteurs sont unanimes pour considérer que la clarté des objectifs est l'une des conditions clé du succès des politiques publiques (Strommer et al. 2006 p.22). Par ailleurs, le programme devrait se traduire par un rendement adéquat sur les investissements effectués. C'est une condition de son maintien à moyen ou long terme.

La clarté des objectifs est essentielle, notamment dans un domaine où les définitions ne le sont pas. Ainsi, les anges peuvent être définis au sens très large et inclure tout investisseur qualifié ou être définis dans le sens restrictif en incluant les compétences en affaire et la capacité d'intervention dans les entreprises. Les entreprises peuvent être définies au sens large ou de façon à cibler certains secteurs.

Pour être efficace, un programme devrait viser explicitement les anges tels que nous les avons définis plus haut.¹⁷ Leur expérience d'affaires assure qu'ils ont les connaissances requises pour évaluer les projets et pour ensuite intervenir efficacement auprès de l'équipe de direction. Pour Gompers et Lerner, le premier défi des programmes en ce domaine est de s'assurer qu'on attire effectivement des investisseurs à valeur ajoutée. Selon eux, le premier problème auquel sont

¹⁷ La définition des anges investisseurs exclut les amis et la famille qui fournissent le capital relationnel (*love money*) ainsi que les dirigeants eux-mêmes. Omettre cette distinction conduit au détournement des programmes comme cela s'est fait dans le cas des sociétés de placement dans l'entreprise québécoise (Carpentier et Suret 2007).

confrontés les concepteurs de tels programmes est le suivant : *How to insure the involvement of value-added individual investors.*

Comme Sandler (2004 p. 215-240), nous considérons que les programmes ne doivent cibler que l'investisseur expérimenté (*sophisticated*), qui peut aider l'entreprise davantage que financièrement. Par ailleurs, seuls des investisseurs expérimentés et connaissant bien le domaine sont en mesure de sélectionner les projets et surtout les équipes qui justifient un investissement en capital de risque. Il existe de multiples preuves indiquant que les investisseurs individuels, incluant ceux que la réglementation des valeurs mobilières définit comme des investisseurs qualifiés, réalisent en moyenne des taux de rendement très médiocres. Les investisseurs sans expérience n'ont pas leur place dans le domaine du capital de risque, où les spécialistes eux-mêmes réalisent des taux de rendement souvent médiocres. Comme le soulignent Gompers et Lerner (2003, p.291), *Encouraging individuals to make such small investments may be counter-productive and socially wasteful if the financial returns are unsatisfactory and the companies financed are not viable.*

Critère 2 : Le mécanisme cible spécifiquement les anges investisseurs au sens strict du terme, c'est-à-dire les individus qui, en plus de financer l'entreprise, ont l'expérience et les compétences requises pour appuyer efficacement les entreprises en démarrage et réaliser des taux de rendement acceptables.

2.2.3 Le poids administratif du programme doit être le moins élevé possible

Parce que le cycle de vie des produits, et donc les opportunités d'affaires, est très court dans les secteurs technologiques, il est important de minimiser la bureaucratie, d'éviter le recours à des approbations par des non-spécialistes et de diminuer le temps requis entre la décision d'investissement et le déboursement. Dans les programmes analysés par la Commission européenne (2005), ce temps varie de moins d'un à sept mois.

Il peut être tentant de demander que les entreprises qui reçoivent les fonds soient agréées, par exemple par une agence. Si les investisseurs sont effectivement compétents et si les avantages fiscaux ne détruisent pas leur incitatif à travailler au succès de l'entreprise, il nous semble que le processus d'approbation des entreprises ne représente pas une nécessité. Toutefois, certains secteurs devraient être exclus pour limiter les risques de détournement du programme ou parce que les lacunes de financement ne semblent pas les concerner.

La majorité des programmes existants ne correspondent pas à cette vision : n'importe quel investisseur peut bénéficier du programme, mais les fonctionnaires déterminent souvent quelles sont les entreprises admissibles.

Critère 3 : Le mécanisme ne requiert ni processus d'approbation préalable, ni analyse de l'admissibilité des placements par une instance gouvernementale. Les investisseurs impliqués dans le programme ont toute latitude pour sélectionner et évaluer les projets.

2.2.4 Le programme doit tenir compte des problèmes d'agence

Lerner (2010, p.17) insiste sur le fait que les concepteurs des programmes doivent tenir compte de la propension des individus et des organisations à agir dans leur propre intérêt plutôt que dans l'intérêt général, ce qu'il identifie aux problématiques des relations d'agence. Les programmes qui offrent des avantages fiscaux doivent être soigneusement dessinés pour ne pas permettre leur détournement. Comme le notent Strommer et al. (2006 p.17), les programmes incitatifs de cette nature induisent fréquemment des comportements non désirés et conduisent à des abus

importants, observés notamment en Oklahoma et à Hawaï. L'analyse des cas de détournement des programmes d'incitatifs fiscaux dédiés aux anges (Strommer et al. 2006; Kato et al. 2009) indique plusieurs possibilités de contournement des dispositions pour atteindre des objectifs autres que le développement d'entreprises en démarrage :

- Utilisation du programme pour financer des projets à court terme, tels que la réalisation de films.
- Utilisation des fonds souscrits à des fins autres que le développement de l'entreprise.
- Revente rapide des titres après avoir acquis les crédits.
- Opérations à court terme où l'investisseur se défait rapidement des titres ou en obtient le rachat par l'entreprise.
- Utilisation du programme par le propriétaire et sa famille ou par les employés présents et futurs de l'entreprise.
- Transfert des fonds vers une entité qui contrôle l'entreprise admissible.
- Obtention des crédits par des filiales dessinées pour satisfaire aux exigences du programme.

Les programmes incitatifs doivent être soigneusement dessinés afin de limiter les risques de détournement. Par ailleurs, les incitations aux comportements non désirés sont d'autant plus fortes que le crédit représente une part élevée de l'investissement initial. Aux États-Unis, les taux de crédit dépassent fréquemment 50% et ont atteint 100% dans un État. Limiter l'ampleur des avantages, donc le coût des programmes, peut se faire en établissant un plafond au montant total des crédits accordés, mais il nous semble préférable de limiter le pourcentage de crédit alloué.

Sandler (2004) recommande d'imposer une limite sur l'utilisation des fonds, par exemple exclure l'investissement dans un portefeuille, le remboursement des dettes ou le versement de dividendes, car l'objectif est de permettre aux entreprises de croître. Il recommande également d'imposer une limite temporelle à l'utilisation des fonds. Toutefois, ces restrictions à l'utilisation des fonds imposent un fardeau bureaucratique important, qui peut vraisemblablement être évité si les investisseurs sont compétents. Il est également possible de prévoir un crédit en deux temps, dont la deuxième tranche n'est versée que sous certaines conditions. C'est la technique qu'emploie l'Irlande. Une partie du crédit est versée trois ans après l'investissement, lorsque l'entreprise admissible a effectivement créé des emplois.

Critère 4 : Les programmes doivent être conçus de façon à réduire le plus possible les possibilités de contournement des règles, en tenant compte du fait que les tentatives de contournement sont inévitables.

2.2.5 Le programme doit être évalué périodiquement

Pour la Commission européenne (2005), il est important d'évaluer périodiquement l'effet des programmes sur les entreprises bénéficiaires. Le contrôle de la qualité devrait d'ailleurs faire partie des programmes. Pour le groupe de travail sur les aides fiscales aux régions ressources et à la nouvelle économie, il est nécessaire d'évaluer périodiquement le coût et les résultats des mesures par rapport à leur objectif initial.

Dans le cas des investissements privés, cette exigence demande la tenue d'un registre qui s'accorde mal avec le caractère du financement informel et augmente la bureaucratie. Il nous semble toutefois essentiel qu'un mécanisme de suivi soit mis en place pour permettre d'évaluer les retombées du programme et son efficacité.

Critère 5 : Des mécanismes sont mis en place pour permettre l'évaluation périodique du programme.

2.3 LES AUTRES RECOMMANDATIONS

Il existe un ensemble d'autres recommandations, que nous n'analysons pas en détail pour ne pas alourdir le texte. Gompers et Lerner (2003 p.292) soulignent que tout programme doit comprendre des mécanismes tels que les placements se fassent dans le strict respect des règles, notamment en ce qui concerne les valeurs mobilières. Les lois et règlements qui encadrent l'investissement dans les émetteurs fermés sont complexes et subissent régulièrement des modifications. Les organismes gouvernementaux ne disposent pas nécessairement des ressources requises pour s'assurer du respect des règles. Les programmes doivent donc intégrer des dispositions qui assurent que les investissements se fassent dans le strict respect des lois et règlements.

Sandler (2004) recommande également 1) de ne consentir l'avantage que pour des investissements en capital-actions ce qui inclut les actions privilégiées convertibles, parfois utilisées pour éviter la dilution du capital-actions, 2) de ne pas rembourser les crédits, mais de les reporter en avant (pour réduire le coût du programme et pour mieux apparier les bénéficiaires des entreprises et les crédits d'impôt) et 3) de poser un montant limite par investissement dans la même entreprise ou de limiter la taille de l'entreprise (en imposant un plafond au capital, à l'actif ou au nombre d'employés par exemple) plutôt que de poser une limite de crédit par investisseur. La majorité des programmes incorporent ces recommandations.

Pour Lerner (2010), il est essentiel que les programmes mis en place aient une durée de vie assez longue pour produire des effets. Dans le domaine du capital de risque, ceux-ci ne peuvent pas être perceptibles après deux ou trois ans. Des cycles d'investissement de 5 à 7 ans sont couramment évoqués dans le secteur. Des programmes de courte durée sont peu adaptés à la réalité de ce domaine. L'une des principales recommandations de Lerner est donc que la durée des programmes soit adaptée à celle du développement des entreprises dont on désire stimuler le démarrage et la croissance. La plupart des travaux évoquent une évaluation des programmes et des ajustements éventuels après cinq années, ce qui pose une durée minimale des programmes. Dans la très grande majorité des cas, cette recommandation ne semble pas être respectée. Les programmes sont définis pour quelques années, et leur renouvellement est lié aux aléas des processus politique et budgétaire.

Nous avons établi cinq critères principaux qui devraient être satisfaits pour qu'un programme destiné à favoriser l'investissement des anges puisse fonctionner efficacement. Les principes et critères qui en découlent sont récapitulés au tableau 2. Dans les sections suivantes, nous étudions les divers programmes qui prétendent atteindre cet objectif.

Tableau 2 : Récapitulation des critères d'évaluation des programmes, basés sur les recommandations des organismes et des spécialistes

Principes	Critères d'évaluation, dans le domaine des incitatifs dédiés à la promotion des activités des anges investisseurs
Le programme devrait cibler une réelle carence de marché, bien identifiée	Le mécanisme exclut certains secteurs pour lesquels les lacunes de marché ne sont pas évidentes et où l'innovation est généralement peu présente. Le mécanisme exclut le financement des étapes de développement qui ne correspondent pas aux critères du capital de démarrage. Le mécanisme définit les limites des placements ou entreprises admissibles en se référant à la notion de stade de développement.
Le programme devrait avoir des objectifs clairs et permettre la rentabilité des investissements	Le mécanisme cible spécifiquement les anges investisseurs au sens strict du terme, c'est-à-dire les individus qui, en plus de financer l'entreprise, ont l'expérience et les compétences requises pour appuyer efficacement les entreprises en démarrage et réaliser des taux de rendement acceptables.
Le poids administratif du programme devrait être le moins élevé possible	Le mécanisme ne requiert ni processus d'approbation préalable, ni analyse de l'admissibilité des placements par une instance gouvernementale. Les investisseurs impliqués dans le programme ont toute latitude pour sélectionner et évaluer les projets.
Le programme doit tenir compte des problèmes d'agence	Les programmes doivent être conçus de façon à réduire le plus possible les possibilités de contournement des règles, en tenant compte du fait que les tentatives de contournement sont inévitables.
Le programme doit être évalué périodiquement	Des mécanismes sont mis en place pour permettre l'évaluation périodique du programme.

3 LES PROGRAMMES AMÉRICAINS OFFRANT DES CRÉDITS À L'ENTRÉE

Nous présentons dans un premier temps les programmes d'incitation fiscale dédiés aux anges aux États-Unis. Dans une seconde étape, nous analysons un programme type à l'aide des critères définis à la section précédente.¹⁸ Nous passons ensuite en revue les résultats des rares analyses de ces programmes qui sont disponibles.

3.1 VUE D'ENSEMBLE

Trente-deux États américains ont mis en place ou déposé des projets de Loi qui instaurent des incitatifs à l'entrée pour faciliter le financement d'entreprises en émergence. Ces programmes sont décrits comme étant des *angel tax credit programs* (Loritz 2008; Williams 2008).¹⁹ Nous en présentons une liste ainsi que les principales caractéristiques à l'annexe 1. Ces programmes partagent les mêmes principes de base: de façon générale, ils procurent un crédit aux individus qui investissent directement dans des entreprises admissibles. Dans quelques États, les investissements doivent se faire par l'intermédiaire de fonds de faible taille (500 000 \$ US au Kentucky²⁰ et un million de dollars en Oklahoma). Compte tenu de la petite taille de ces fonds et de l'absence de vente des parts au public, nous avons considéré ces programmes comme étant dédiés aux anges investisseurs. Les programmes diffèrent d'un État à l'autre au niveau des modalités telles que le type d'investisseurs, d'entreprises et de placements admissibles. La principale différence entre les États se situe au niveau des entreprises ciblées. Certains États définissent très largement les secteurs admissibles. Par exemple, la version 2011 du *Small Business Capital Investment Tax Incentive Program* d'Arizona admet les entreprises de tous les secteurs, incluant les services professionnels et l'immobilier. Au contraire, le Kansas restreint le programme aux biotechnologies, aux technologies de l'information et autres secteurs de haute technologie.

Ces programmes procurent un crédit d'impôt non remboursable, dont l'importance varie de 10 à 100% de l'investissement dans des entreprises admissibles. Le plus souvent, les bénéficiaires du crédit sont des individus. Les crédits non utilisés une année peuvent être reportés au cours des

¹⁸ Nous avons établi une première liste des programmes à l'aide des sites des associations d'investisseurs informels, dont celui de l'ACA américaine, accessible à <http://www.angelcapitalassociation.org/public-policy/state-policy-kit/>. Nous avons également exploité les travaux qui évoquent certains de ces programmes (Hughes 2010). Dans une seconde étape nous avons systématiquement recherché l'information pertinente auprès des autorités concernées des divers états, pays ou provinces. Nous avons recherché les informations détaillées, mises à jour et modifications apportées à chacun des programmes. Nous avons mené une recherche par Internet en utilisant le nom des programmes et les mots clés *analysis*, *cost benefits* et *assessment* afin de repérer les évaluations éventuelles de ces programmes. Nous avons finalement recherché les travaux universitaires qui les évoquaient.

¹⁹ Sept États américains ne lèvent pas d'impôt des particuliers et les incitatifs fiscaux sont donc sans objet dans ces états. Voir *State Individual Income Tax Rates, 2000-2011*, National Tax Foundation, disponible à <http://www.taxfoundation.org/taxdata/show/228.html>.

²⁰ Les fonds peuvent toutefois être gérés par des professionnels. Le crédit de 40% est redistribué aux individus ou aux entreprises qui ont financé les fonds au prorata de leur participation. Les crédits ne sont obtenus que pour des investissements admissibles, ce qui paraît être une option beaucoup plus efficace que celle qui consiste à accorder les crédits automatiquement lors de l'acquisition des participations dans les fonds sans égard à l'utilisation future des montants collectés. Voir le *Kentucky Investment Fund Act*. <http://www.thinkkentucky.com/kyedc/pdfs/kifa.pdf>.

années suivantes. Dans de rares cas, les crédits permettent d'obtenir un remboursement des impôts payés au cours des années antérieures. Les modalités d'approbation varient d'un État à l'autre, mais plusieurs privilégient un système d'approbation préalable. L'entreprise obtient son accréditation et s'en sert ensuite pour se financer.

3.2 UN PROGRAMME TYPE EN GEORGIE

3.2.1 Le programme

L'*Angel investor tax credit*²¹ a été instauré dans l'État de la Georgie le 1^{er} janvier 2011, à l'initiative d'un réseau d'anges. Son objectif est d'encourager les investissements des individus et des entités transparentes dans les entreprises de haute technologie. Il s'agit de faire croître le secteur technologique, d'attirer des employés fortement rémunérés, de retenir les talents sortant des universités et d'attirer les entreprises en Georgie.²²

Un crédit d'impôt de 35% est offert pour un investissement dans une entreprise éligible. Ce crédit est limité à 50 000 \$ par personne et par année. Le total des crédits accordés est limité à 10 millions de dollars pour chacune des trois années du programme.

Une entreprise éligible est une société (*corporation, limited partnership* ou LLC) située en Georgie, principalement impliquée en technologie ou en manufacturier. L'entreprise doit avoir moins de trois ans au moment de l'investissement, moins de 20 employés, moins de 500 000 \$ de ventes (revenus) et avoir levé moins de 1 million de dollars par dette ou fonds propres. Les entreprises de haute technologie doivent s'enregistrer auprès de l'entité responsable (*tax commissioner*) pour devenir éligibles pour une année.

Un investissement éligible est un investissement en capital-actions en espèces ou un montant d'argent pour une dette non garantie subordonnée. Un investissement n'est pas éligible si une commission de courtage ou une autre rémunération similaire est payée en lien avec l'investissement.

Les investisseurs éligibles doivent être des investisseurs qualifiés (au sens de la réglementation D de la SEC) qui résident en Georgie. Les fonds (entités transparentes, *pass-through entities*) qui gèrent moins de 5 millions de dollars en capital et n'ont pas d'activité (formés dans un but d'investissement uniquement) sont également éligibles. Ceci exclut les fonds de capital de risque, les fonds de couverture ou dédiés impliquant des investisseurs institutionnels.

²¹ Nous avons sélectionné ce programme en raison de sa création très récente, mais aussi parce que ses concepteurs, engagés par un réseau d'anges, semblent avoir apporté des solutions à divers problèmes de conception, notamment en ce qui concerne le contournement des programmes.

²² Des analyses des dispositions de ce programme sont accessibles aux adresses suivantes : http://www.hawcpa.com/pdf/Angel_Investor_Tax_Credit.pdf, <http://blogs.cbh.com/tech/?p=295>, <http://www.angelcapitaleducation.org/newsletter-detail/289-id.209715361.html>, <http://www.georgia.org/SiteCollectionDocuments/Business/Taxation/2011%20Business%20Incentives.pdf>, <http://www.dlapiper.com/new-angel-tax-credits-reward-investment-in-georgia-based-startups/>, <http://blogs.cbh.com/tech/?p=295>

Le crédit s'applique aux investissements faits en 2011, 2012 et 2013. Il peut être réclamé après la seconde année suivant l'investissement. L'investisseur éligible doit obtenir l'approbation du *Georgia Department of Revenue* avant de réclamer le crédit. Le crédit peut être reporté en avant pendant 5 ans (mais pas en arrière). Le crédit réduit le prix de base rajusté du placement, ce qui implique que ce crédit est récupéré partiellement en cas de revente à un prix supérieur au prix de base rajusté.

3.2.2 Analyse du programme selon la grille d'analyse

Critère 1a : Le mécanisme exclut certains secteurs pour lesquels les lacunes de marché ne sont pas évidentes et où l'innovation est généralement peu présente.

Ce critère est partiellement respecté : le programme ne renvoie pas à la dimension de l'innovation, et le secteur manufacturier est admissible.

Critère 1b : Le mécanisme exclut le financement des étapes de développement qui ne correspondent pas aux critères du capital de démarrage.

Le programme semble effectivement dédié aux projets en démarrage. L'entreprise doit avoir levé moins d'un million de dollars de financement et ne doit pas rapporter de revenus supérieurs à 500 000 \$. Ces limites ciblent clairement le stade du capital de démarrage.

Critère 1c : Le mécanisme définit les limites des placements ou entreprises admissibles en se référant à la notion de stade de développement.

Ce critère est respecté, dans la mesure où on renvoie au capital levé et au début des ventes.

Critère 2 : Le mécanisme cible spécifiquement les anges investisseurs au sens strict du terme, c'est-à-dire les individus qui, en plus de financer l'entreprise, ont l'expérience et les compétences requises pour appuyer efficacement les entreprises en démarrage et réaliser des taux de rendement acceptables.

Ce critère n'est pas respecté. Tout investisseur qualifié selon les dispositions de la réglementation des valeurs mobilières est admissible. Le programme ne cible donc pas spécifiquement les anges.

Critère 3 : Le mécanisme ne requiert ni processus d'approbation préalable, ni analyse de l'admissibilité des placements par une instance gouvernementale. Les investisseurs impliqués dans le programme ont toute latitude pour sélectionner et évaluer les projets.

Ce critère est respecté, il suffit que les entreprises technologiques s'enregistrent pour devenir admissibles. Cependant, les entreprises doivent s'enregistrer pour être éligibles pendant une seule année ce qui représente un travail administratif important d'un point de vue de politique publique.

Critère 4 : Les programmes doivent être conçus de façon à réduire le plus possible les possibilités de contournement des règles, en tenant compte du fait que les tentatives de contournement sont inévitables.

Ce programme comporte plusieurs dispositions intéressantes relatives à la disposition des actions et à l'utilisation du programme par les employés et propriétaires. Le crédit doit être remboursé en cas de cession des titres dans les deux ans (sauf en cas de fusion, consolidation ou vente de l'entreprise) ou si l'entreprise rachète les titres émis dans les cinq ans. Le crédit doit également être remboursé si, dans les cinq années qui suivent l'investissement, l'investisseur ou

un membre de sa famille participe aux opérations de l'entreprise. Toutefois, un investisseur qui procure des services professionnels sans rémunération demeure admissible au crédit. Nous n'avons pas détecté de dispositions relatives à l'emploi des fonds.

Critère 5 : Des mécanismes sont mis en place pour permettre l'évaluation périodique du programme.

Aucune disposition n'est explicitement prévue.

La faiblesse majeure de ce programme est sa définition très large des investisseurs admissibles, dont on ne demande pas qu'ils correspondent à la définition classique des anges. Cette faiblesse est partagée avec la totalité des programmes des États américains, à l'exception du programme en cours d'approbation au Tennessee. La définition des entreprises admissibles est plus précise que dans plusieurs autres États américains.

3.3 LES ANALYSES DES PROGRAMMES AMÉRICAINS

Il existe peu d'études publiques récentes de la performance des programmes des États américains. Selon Loritz (2008), *the economic benefits of the investment tax credit to states are unknown because of the lack of data and the difficulty of measuring economic impacts. Some believe credits likely increase the size of completed deals but that they are unlikely to increase the number of ventures funded because they do not improve deal quality.* L'utilité et l'efficacité des programmes basés sur les incitatifs fiscaux ne semblent pas faire l'unanimité aux États-Unis, et l'absence d'études bénéfices-coûts crédibles est l'un des reproches les plus souvent mentionnés. Un sommaire des efforts entrepris en ce domaine indique la pauvreté des cadres d'analyse et la faiblesse des indicateurs employés (Hendon et al. 2012).

La mesure de performance généralement employée pour mesurer l'effet des programmes est le nombre et le montant des financements dont ont bénéficié les entreprises, ou encore l'augmentation de ces financements (Eikenberry 2003; Hendon et al. 2012). Les montants levés sont rapportés aux crédits octroyés. Un ratio positif est vu comme un indicateur de succès (Williams 2008 p.8). Cette approche ne permet pas d'évaluer correctement les coûts et bénéfices des incitatifs fiscaux pour les raisons suivantes : elle ne permet pas de déterminer quelle proportion des financements est directement imputable au programme, elle ignore la qualité des projets financés et elle néglige de prendre en compte la pérennité des entreprises financées.²³ Le programme mis en place à Hawaï, qui offrait la particularité d'offrir un crédit d'impôt égal au montant investi au cours des cinq années suivant l'investissement, a toutefois attiré l'attention de quelques chercheurs. Kato et al. (2009) décrivent l'évolution de ce programme qui, selon les données du Ministère²⁴, a coûté 857,6 millions de dollars US entre 2001 et 2009 et en vertu duquel le gouvernement devrait encore verser 847,2 millions de dollars US, car les crédits sont étalés sur cinq années (p.4). Les 163 entreprises dont le financement a bénéficié de ce

²³ Au Canada, les entreprises financées par les fonds de capital de risque appuyés par les gouvernements, le plus souvent par l'intermédiaire de la fiscalité, ont des performances inférieures à celles financées par les fonds privés, sur un vaste ensemble de critères (Brander et al. 2010). On ne peut exclure que les effets des avantages fiscaux soient identiques dans les cas des anges.

²⁴ Department of Taxation, State of Hawaii: *The Impact of the High Technology Business Investment Tax Credit on Hawaii's Economy for Calendar Year 2009*, Décembre 2010, disponible à : http://www.state.hi.us/tax/pubs/act206_2007/2010hitec_rpt_20101124_final.pdf

programme ont créé 1 143 emplois à temps plein, mais 32 seulement de ces entreprises rapportent des revenus supérieurs à leurs dépenses. Dans la mesure où le secteur technologique emploie plus de 31 000 personnes dans cet État en 2006, l'effet du programme semble être marginal. Le rapport du ministère indique que 63 entreprises admissibles seulement ont opéré pendant au moins six années. Toutefois, Kato et al. (2009, p.23) estiment que les nombreuses lacunes observées dans les rapports remis par les entreprises ne permettent pas d'estimer correctement l'effet du programme. Ils notent que de nombreuses entreprises non technologiques ont simplement créé une filiale admissible pour héberger leur division à caractère technologique et bénéficier du programme. Ils concluent que l'importance du crédit est un fort incitatif à la fraude et au détournement du programme. Hu (2007) observe également les sérieuses lacunes de ce programme et suggère d'importantes modifications, incluant la réduction du taux des crédits. Ce programme a été clos en 2010.

3.4 CONCLUSION

Le programme mis en place en Georgie est représentatif de l'ensemble des programmes mis en place par les États américains, en ce qui concerne quatre dimensions clés. Il s'agit d'un programme à l'entrée qui ne cible pas les anges, mais l'ensemble des individus qui investissent dans les entreprises admissibles. Ceci pose trois problèmes importants. Premièrement, le programme incite des individus qui n'ont aucune compétence particulière à investir en capital de risque, ce qui présente des risques importants. Deuxièmement, la majorité des investisseurs n'aura vraisemblablement pas les connaissances, habiletés et réseaux qui permettent aux anges de jouer un rôle essentiel auprès de la direction des entreprises. Troisièmement, un tel programme est porteur d'une inflation des valorisations qui, si elle peut profiter aux entreprises, pénalise les investisseurs. Nous décelons, par ailleurs, les lacunes suivantes : le programme ne cible pas spécifiquement les entreprises innovantes, il repose sur un crédit à l'entrée et n'incite donc pas à une sélection minutieuse des projets et au suivi de l'investissement, ne comporte aucun mécanisme d'évaluation et sa durée est très courte. L'annexe 1 montre que seul un État demande que les investisseurs répondent à la définition des anges. Il s'agit projet en cours d'analyse au Tennessee.

4 LES PROGRAMMES EN DEHORS DE L'AMÉRIQUE DU NORD OFFRANT DES CRÉDITS À L'ENTRÉE

L'association Européenne des réseaux d'anges rapporte l'existence de nombreux programmes d'avantages fiscaux dédiés aux anges investisseurs en Europe. Toutefois, dans la majorité des cas, le document renvoie à l'absence d'imposition sur les gains en capital (EBAN 2009) ou à des programmes généraux qui touchent toutes les catégories d'investissement et d'investisseurs, tels que le plan d'épargne-actions en France. Nous avons rapporté, à l'annexe 2, un sommaire des principaux programmes effectivement dédiés aux investisseurs individuels, qui ont été implantés en France, au Royaume-Uni, en Irlande et au Portugal. Nous nous concentrons ici sur l'un des plus anciens programmes instaurés en Europe, l'*Enterprise Investment Scheme* (EIS) (Cowling et al. 2008; Cowling et al. 2009). Nous évoquons également le programme implanté récemment au Portugal, qui nous semble corriger certaines des faiblesses de l'EIS.

4.1 L'ENTERPRISE INVESTMENT SCHEME

4.1.1 Le programme

L'EIS, mis en place en 1994 au Royaume-Uni, succédait au *Business Expansion Scheme*, qui offrait lui aussi des crédits aux particuliers qui investissaient dans les petites entreprises, mais dont le fonctionnement avait soulevé plusieurs problèmes graves (Harrison et Mason 1989). L'EIS vise à inciter les particuliers à investir directement dans des sociétés à forte croissance en phase de démarrage.²⁵ Cette mesure permet à l'investisseur de déduire 20 % du montant des investissements (qui ne doivent pas dépasser 500 000 livres par année) de ses impôts. Les conditions s'appliquent pour un investissement dans de nouvelles actions ordinaires d'une société non cotée sur une bourse reconnue, non contrôlée par une autre compagnie et avec une durée minimale de détention de 3 ans.

Il existe peu de restriction quant aux activités et les entreprises de commerce sont admissibles, à quelques exceptions près. L'actif total des entreprises admissibles ne doit pas dépasser 7 millions de livres avant l'investissement, et 8 millions de livres après, ni employer plus de 50 personnes. Les entreprises des secteurs de l'immobilier et de la finance ne sont pas admissibles. Le programme est administré par le *Small Company Enterprise Centre* (SCEC) de *HM Revenue & Customs* (HMRC), qui peut donner une décision anticipée quant à l'admissibilité d'une entreprise. Le programme peut profiter à toute personne physique. Pour demeurer admissible, l'entreprise doit consacrer au moins 80% des fonds levés à des activités autorisées dans les 12 mois suivant le début de l'activité et le solde doit être investi dans les deux ans de la date d'émission des actions. Une procédure de contrôle de l'utilisation des fonds a été instaurée.

4.1.2 Analyse selon la grille

Critère 1a : Le mécanisme exclut certains secteurs pour lesquels les lacunes de marché ne sont pas évidentes et où l'innovation est généralement peu présente.

Partiellement : la notion d'innovation est absente, les secteurs de l'immobilier et de la finance sont exclus, mais pas celui des services ni celui du commerce.

Critère 1b : Le mécanisme exclut le financement des étapes de développement qui ne correspondent pas aux critères du capital de démarrage.

Le programme ne semble pas dédié aux projets en démarrage. D'ailleurs, la moyenne (médiane) des revenus des entreprises admissibles s'établit à 9,2 millions de livres (1,9 million de livres) (Cowling et al. 2008). Toutefois, 70 % des entreprises qui ont bénéficié du programme ont moins de trois ans (p.27). Même si le programme cible les entreprises non cotées, les entreprises inscrites sur l'*Alternative Investment Market* (AIM) sont éligibles, cette bourse n'étant pas reconnue. Ce programme offre donc des crédits d'impôt pour des investissements en actions de sociétés ouvertes qui ont accès au financement public.

Critère 1c : Le mécanisme définit les limites des placements ou entreprises admissibles en se référant à la notion de stade de développement.

²⁵ L'ensemble des dispositions relatives à ce programme figure dans un document intitulé : *An Introduction to the Enterprise Investment Scheme*, consulté en ligne le 19/2/2012 à l'adresse <http://www.hmrc.gov.uk/eis/guidance.pdf>

Non respecté, le seul critère est celui de l'actif total.

Critère 2 : Le mécanisme cible spécifiquement les anges investisseurs au sens strict du terme, c'est-à-dire les individus qui, en plus de financer l'entreprise, ont l'expérience et les compétences requises pour appuyer efficacement les entreprises en démarrage et réaliser des taux de rendement acceptables.

Non respecté. Ce programme est offert à tous les investisseurs. Une disposition spécifique aux anges permet toutefois à ceux qui s'impliquent dans le conseil d'administration de percevoir une rémunération raisonnable.²⁶

Critère 3 : Le mécanisme ne requiert ni processus d'approbation préalable, ni analyse de l'admissibilité des placements par une instance gouvernementale. Les investisseurs impliqués dans le programme ont toute latitude pour sélectionner et évaluer les projets.

Respecté, le processus d'approbation vise surtout l'utilisation des fonds.

Critère 4 : Les programmes doivent être conçus de façon à réduire le plus possible les possibilités de contournement des règles, en tenant compte du fait que les tentatives de contournement sont inévitables.

Respecté en ce qui concerne l'utilisation des fonds. L'investisseur ne doit avoir aucun lien avec la société éligible durant la période qui couvre les deux années antérieures au placement et les trois années qui suivent, ce qui permet de contrôler certains des problèmes de contournement que nous avons évoqués.

Critère 5 : Des mécanismes sont mis en place pour permettre l'évaluation périodique du programme.

Le mécanisme ne semble pas être prévu, mais les données disponibles sont accessibles pour chacune des entreprises financées, même si les travaux qui les ont exploitées mettent en évidence d'importantes lacunes.²⁷

4.1.3 Les autres évaluations de l'EIS

Le programme EIS a été évalué à plusieurs reprises. Boyns et al. (2003 p.ii et vi) présentent ainsi leurs conclusions: *A cumulative total of nearly £2.2 billion was invested through the EIS between its launch and tax year 2000/01 (...). The cumulative cost of the EIS to the public purse, in terms of tax forgone, was £750 million to the end of 2000/01. The estimated cost of the EIS in terms of tax forgone has been 55-66 pence for every additional £1 invested through it.(...).* Le programme permet donc d'orienter les fonds vers des entreprises cibles. Toutefois, les analyses récentes des entreprises financées indiquent qu'elles sont moins performantes que les entreprises comparables qui n'ont pas bénéficié de fonds souscrits dans le cadre du programme. En particulier, les marges et la productivité du travail sont largement inférieures dans le groupe EIS que dans l'échantillon de comparaison (Cowling et al. 2008 p.10). Cette conclusion ne change

²⁶ Ces dispositions sont décrites sous le titre : *VCM25080 - Enterprise Investment Scheme (EIS): Income Tax relief: Connection with the company: Directors as business angels*, ICTA/S291A (4) & (5); ITA/S169 à : <http://www.hmrc.gov.uk/manuals/vcmmanual/vcm25080.htm>

²⁷ Contrairement à ce qui prévaut en Amérique du Nord, les états financiers des émetteurs fermés sont accessibles au public au Royaume-Uni.

pas lorsque les diverses caractéristiques des entreprises, par exemple l'âge, sont incorporées dans un modèle économétrique. L'observation que les entreprises qui bénéficient de l'EIS sont moins performantes que les entreprises comparables est totalement cohérente avec la structure du programme, qui incite des individus non qualifiés à investir dans des sociétés fermées de petite taille. En dépit des avantages fiscaux qu'il procure, le programme est relativement peu populaire. En 2008-2009, il aurait été utilisé par 10 000 personnes, selon les données rapportées par le Ministère des Finances. À titre de comparaison, 153 000 individus ont participé au Régime d'épargne-actions du Québec, en 1986, pour une population dix fois moindre.

Les dispositions du programme EIS ne satisfont pas aux critères de qualité des programmes. Il n'a pas été conçu comme un programme dédié aux anges, même s'il est souvent présenté comme tel. Il est accessible à l'ensemble des individus qui financent les entreprises cibles. Ceci pose deux problèmes déjà évoqués dans le cas du programme américain. Premièrement, le programme incite des individus qui n'ont aucune compétence particulière à investir en capital de risque, ce qui présente des risques importants. Deuxièmement, la majorité des investisseurs n'aura vraisemblablement pas les connaissances, habiletés et réseaux qui permettent aux anges de jouer un rôle essentiel auprès de la direction des entreprises. On assimile ici les anges aux apporteurs de capital. Nous décelons, par ailleurs, les lacunes suivantes : le programme ne cible pas spécifiquement les entreprises innovantes ni celles qui sont en démarrage, il repose sur un crédit à l'entrée et n'incite donc pas à une sélection minutieuse des projets et au suivi de l'investissement. Les programmes mis en place en France (Investissement dans le capital des PME) et en Irlande (*Employment and Investment Incentive*) partagent la même lacune principale. Les limites de l'EIS ont conduit le Gouvernement à analyser la politique en ce domaine, au moyen d'un document de consultation lancé en juillet 2011 (HM Treasury 2011a). Ce document consacre une partie importante à la définition des anges (questions 14 à 18) et à celle de l'investissement de démarrage. Il propose un programme restreint aux seuls anges, définis sur la base de leur expérience et expertise, le *Business Angel Seed Investment Scheme*. La consultation a conduit à la définition du SEIS qui incorpore la notion de *seed companies*. Il entre en application en avril 2012 (HM Treasury 2011b). La proposition finale abandonne, à regret, la notion de définition des anges, jugée difficile à appliquer.²⁸ Le programme SEIS offre un crédit de 50%, en plus de l'exemption complète des gains en capital, lorsque les investissements sont effectués dans une entreprise émergente admissible (*eligible seed stage company*) qui a moins de deux ans et planifie de démarrer une activité nouvelle; cette entreprise emploie moins de 25 employés et son actif net ne dépasse pas 200 000 livres lors de l'investissement. Les sociétés ouvertes sont exclues. Le montant maximal autorisé est de 100 000 livres par année. Les fonds, levés sous la forme exclusive de capitaux propres, doivent être utilisés dans les trois ans et les gains en capital réalisés ne sont pas imposables. Toutes les

²⁸ Le rapport énonce ceci (2.4 p. 15) : *While in principle, having a targeted definition ensuring the provision of experienced investors would increase the likelihood of effective investments and availability of expertise to start-ups, the Government accepts that in practice, there is no guarantee such expertise would be wanted or needed by the company, and it is reasonable to assume that those investing thousands of pounds would want expertise provided to the company either by themselves, a partner investor or procured from a third party.*

modalités de ce programme ne sont pas encore connues avec précision.²⁹ Il semble toutefois corriger une lacune évidente des programmes précédents en ciblant avec précision les étapes du démarrage et du pré-démarrage des entreprises. Le programme EIS sera également modifié en 2012, notamment pour exclure l'acquisition d'actions des activités admissibles ainsi que certains secteurs d'activité. Les montants admissibles augmentent de 500 000 livres à 1 million de livres, le crédit passe de 20 à 30%, et la taille minimale des entreprises augmente fortement. L'objectif énoncé est de recentrer le programme sur les entreprises les plus risquées et d'exclure celles qui peuvent se financer par ailleurs, mais l'augmentation des seuils ne semble pas aller dans ce sens.

4.2 L'EXPÉRIENCE PORTUGAISE

Après une analyse des divers programmes et mesures d'appui aux anges en Europe, le Portugal a instauré un programme dont les dispositions corrigent partiellement les lacunes de l'EIS. Dans ce pays, les anges nommés *qualified venture capital investors* bénéficient d'un régime particulier mis en place en 2008 et modifié de façon importante en 2010. Ce programme s'intègre dans une stratégie en trois volets, qui incorpore un fonds de co-investissement et un processus de certification des anges investisseurs. Le programme s'est inspiré de l'EIS, mais il s'en distingue par le processus d'accréditation. Les anges peuvent bénéficier d'un crédit d'impôt égal à 20% des montants investis dans les entreprises admissibles. Le total des crédits ne peut excéder 15% de l'impôt à payer (Costa 2011). Une agence du ministère de l'Économie (IAPMEI) certifie les investisseurs admissibles sur la base d'une attestation de leur statut d'ange émise par un réseau. L'ange peut également créer sa propre compagnie d'investissement et doit, pour cela, démontrer à la Commission des valeurs mobilières qu'il a les ressources et l'expérience requise pour investir dans des entreprises en démarrage. L'attestation est alors émise par la Commission.

Le programme portugais, trop récent pour qu'il soit possible de l'évaluer, semble donc être le seul à respecter l'un des critères essentiels de réussite. Il existe toutefois peu de renseignements relatifs au processus d'accréditation des anges.

4.3 LE CAS DE SINGAPOUR

L'*Angel Investors Tax Deduction Scheme*, mis en place en 2010 à Singapour est l'un des très rares programmes effectivement dédiés et limités aux anges.³⁰ Il est géré par l'agence de développement économique du Gouvernement dédié aux PME, nommée SPRING.

4.3.1 Caractéristiques du programme

Un ange agréé qui investit au moins 100 000 \$ d'investissement éligible dans une start-up éligible une année donnée obtient une déduction fiscale qui viendra en moins du revenu taxable

²⁹ Le projet de Loi de finances, qui intègre les modifications au programme EIS et les dispositions préliminaires du SEIS est disponible en ligne à : http://www.hm-treasury.gov.uk/d/overview_draft_legislation_financebill2012.pdf

³⁰ Les détails du programme sont disponibles à l'adresse : <http://www.spring.gov.sg/Entrepreneurship/FSP/Pages/Angel-Investors-Tax-Deduction-Scheme.aspx>. Voir également : http://www.spring.gov.sg/Entrepreneurship/FSP/Documents/aitd/AITD_FAQs.pdf

à la fin de la seconde année de détention des titres. Cette déduction est de 50% du montant investi, dans la limite de 500 000 dollars d'investissement par année.

Les anges doivent s'enregistrer auprès de SPRING et faire leur premier investissement dans les 12 mois de l'obtention de leur statut, valable pour une année. Pour bénéficier du crédit d'impôt, un ange doit effectuer l'investissement en son nom. Les investissements faits au moyen de sociétés, de fiducies, de fonds ou autres véhicules d'investissement ne sont pas éligibles. L'ange doit démontrer sa capacité à faire croître l'entreprise. Pour cela, il doit 1) être un ange investisseur expérimenté dans les investissements de pré-démarrage (*early-stage*) ou 2) être un entrepreneur expérimenté avec une expérience en entrepreneuriat ou encore 3) être un *senior management professional/executives* avec une expérience d'entreprise dans le domaine.

L'entreprise éligible est une entreprise en démarrage incorporée et exploitée à Singapour depuis moins de 3 ans et qui n'est inscrite sur aucune bourse. Les activités de la compagnie ne doivent pas être illégales, indésirables, spéculatives, de gestion d'investissement de tout type d'actifs, de développement ou d'investissement immobilier ou autre activité listée par le gouvernement.

À la date du premier investissement, les actions doivent être détenues par un faible nombre d'actionnaires; aucun de ces actionnaires n'est un parent de l'ange; l'ange, de concert avec un parent, ne détient pas plus de 25% du capital ou 25% des dettes pendant les 2 ans avant le premier investissement. Les investissements éligibles doivent être en espèces pour des actions nouvellement émises. Si les actions sont des privilégiées (emprunts convertibles), elles ne donnent droit à aucun dividende fixe ou garanti (intérêt) pendant les deux ans suivant l'investissement et ne peuvent pas être rachetées (remboursées) pendant cette période. L'investissement total dans l'année qui suit le premier placement doit atteindre 100 000 dollars, soit environ 82 000 dollars US au taux de change de juillet 2011. Le programme concerne les investissements effectués entre le 1^{er} mars 2010 et le 31 mars 2015.

L'ange ne doit pas détenir plus de 50% des actions pendant les 2 ans suivant son dernier investissement, même en calculant le nombre d'actions sur une base diluée.

4.3.2 Analyse du programme

Critère 1a : Le mécanisme exclut certains secteurs pour lesquels les lacunes de marché ne sont pas évidentes et où l'innovation est généralement peu présente.

Partiellement : la notion d'innovation est absente. Les secteurs de l'immobilier et de la finance sont exclus, mais pas celui des services. Toutefois, dans la mesure où seuls des anges confirmés peuvent bénéficier du programme, seules des entreprises innovantes susceptibles de générer des rendements satisfaisants devraient être financées.

Critère 1b : Le mécanisme exclut le financement des étapes de développement qui ne correspondent pas aux critères du capital de démarrage.

Les entreprises doivent avoir moins de trois ans et n'être listées sur aucune bourse. Le programme s'adresse à des compagnies privées avec peu d'actionnaires. Aucun critère de taille n'est posé.

Critère 1c : Le mécanisme définit les limites des placements ou entreprises admissibles en se référant à la notion de stade de développement.

Non respecté.

Critère 2 : Le mécanisme cible spécifiquement les anges investisseurs au sens strict du terme, c'est-à-dire les individus qui, en plus de financer l'entreprise, ont l'expérience et les compétences requises pour appuyer efficacement les entreprises en démarrage et réaliser des taux de rendement acceptables.

Ce critère est respecté. Un dispositif d'accréditation des anges a été mis en place.

Critère 3 : Le mécanisme ne requiert ni processus d'approbation préalable, ni analyse d'admissibilité des placements par une instance gouvernementale. Les investisseurs impliqués dans le programme ont toute latitude pour sélectionner et évaluer les projets.

Respecté, le processus d'approbation vise la qualification de l'ange et non celle des projets ou des entreprises.

Critère 4 : Les programmes doivent être conçus de façon à réduire le plus possible les possibilités de contournement des règles, en tenant compte du fait que les tentatives de contournement sont inévitables.

Respecté en ce qui concerne l'utilisation des fonds. L'investisseur ne doit avoir aucun lien avec la société éligible durant la période qui couvre les deux années antérieures au placement.

Critère 5 : Des mécanismes sont mis en place pour permettre l'évaluation périodique du programme.

Le mécanisme ne semble pas être prévu.

4.4 ISRAËL

En Israël, un amendement récent à la Loi de l'impôt permet des avantages importants aux investisseurs qui financent des entreprises en phase de recherche et développement, depuis janvier 2011. Ces investisseurs peuvent déduire la totalité du coût d'acquisition de leur revenu imposable, dans la limite de 5 millions de Shekels, ce qui équivaut à 1,3 million de dollars canadiens. Les actions doivent être détenues pendant trois ans, période durant laquelle la déduction peut être réclamée. Seuls les individus peuvent bénéficier de cette mesure, s'ils acquièrent des actions nouvellement émises. Le montant utilisé pour diminuer les revenus est déduit du prix de base rajusté aux fins du calcul du gain en capital. Le taux marginal supérieur maximal étant de l'ordre de 44%, la mesure revient donc à offrir un crédit à l'entrée de l'ordre de 44% de l'investissement. Si les actions sont vendues au-dessus du prix de base, l'impôt sur les gains (de 20 à 25%) réduit cet avantage de moitié.

L'entreprise cible doit respecter de nombreuses conditions et les dépenses en R&D doivent être approuvées par l'*Israeli Office of Chief Scientist*. Elle doit utiliser 75% des investissements pour financer la R&D et, jusqu'à ce que cette condition soit respectée, la R&D doit représenter au moins 70% des dépenses totales de l'entreprise. Au cours de l'année de l'investissement et de l'année suivante, les revenus ne peuvent dépasser 50% du montant des dépenses en R&D.

Ce programme peut sembler à première vue très généreux et il cible les entreprises innovantes. Il s'inscrit dans un contexte de très faibles déductions fiscales associées aux dépenses de

R&D.³¹ Il ne concerne les anges que s'ils sont désireux de s'impliquer dans les phases très précoces de développement, ce qui n'est pas le cas généralement.

4.5 CONCLUSION

Deux expériences récentes menées en dehors de l'Amérique du Nord méritent d'être étudiées. Il s'agit des programmes mis en place spécifiquement pour aider les anges au Portugal et à Singapour. Ces deux programmes semblent respecter la plupart des recommandations des experts en matière de politiques publiques. Ce n'est pas le cas des programmes de même nature qui fonctionnent en Irlande, en France et au Royaume-Uni. Toutefois, un net changement est perceptible au Royaume-Uni, qui met en évidence une volonté claire d'orienter les programmes vers les entreprises en démarrage avec l'instauration du SEIS. Cette volonté est également fort claire dans le cas du programme instauré en 2011 en Israël.

5 LE CANADA

Des mécanismes ont été instaurés dans plusieurs provinces, notamment en Colombie Britannique (Godin 2008), au Manitoba, en Nouvelle-Écosse, au Nouveau-Brunswick, à Terre-Neuve et au Yukon. L'Association Nationale des Anges (NACO) milite activement auprès des gouvernements fédéral et ontarien pour promouvoir l'adoption de programmes de même nature, *The Innovation and productivity tax credit*. L'Alberta est considérée comme ayant une fiscalité favorable aux anges, en raison de l'absence d'impôt provincial sur les gains en capital.³²

Les programmes implantés sont relativement proches. Ils se distinguent de ceux analysés aux États-Unis par l'ampleur des montants qui leur sont dédiés. Nous analysons le programme mis en place en Colombie Britannique, parce qu'il est le plus ancien et le plus largement étudié. Un sommaire des programmes canadiens figure à l'annexe 3.

5.1 LE PROGRAMME EBC DE LA COLOMBIE BRITANNIQUE

5.1.1 Le programme

En Colombie-Britannique, le *Venture Capital Program (VCP)* implanté en 1985 dans le cadre du *Small Business Venture Capital Act* comporte trois volets qui procurent aux particuliers, dans chaque cas, un crédit d'impôt non remboursable égal à de 30% de l'investissement éligible. L'un des volets concerne les fonds de travailleurs, les *Employee Venture Capital Corporations (EVCCs)*, un autre les sociétés de capital de risque ou *Venture Capital Corporations (VCCs)*. Le programme dédié aux investisseurs individuels, créé en 2003, est nommé *Eligible Business Corporations (EBCs)*. Ces investisseurs individuels peuvent également constituer des fonds, qui sont parfois dédiés au financement d'une seule entreprise. Nous utilisons la mise à jour de juin 2011 des règles de ce programme.

³¹ L'OECD Economic Surveys: Israel 2009, indique que cet état procure essentiellement des subventions remboursables en cas de succès. Les comparaisons menées par l'OCDE situent ce pays à l'avant-dernier rang, sur 29 pays, en ce qui concerne la générosité des incitatifs fiscaux à la R&D. Voir <http://www.oecd.org/dataOECD/40/33/40024456.pdf>. Ces mêmes comparaisons placent cependant Israël au premier rang mondial en ce qui concerne les dépenses de R&D rapportée au produit national brut.

³² Voir : <http://www.angelinvestor.ca/userfiles/image/NAO%20documents/Best%20Practices%20-%2027Nov2008.pdf>

L'EBC doit satisfaire aux exigences suivantes : 1) avoir moins de 100 employés, 2) payer au moins 75% des salaires et traitements pour des employés travaillant de manière régulière en Colombie-Britannique, 3) lever au moins 25 000 \$, 4) être impliquée de façon significative dans l'un des secteurs d'activité définis.³³ L'obtention du statut fait l'objet d'une analyse et la demande de statut d'EBC doit inclure un plan d'affaires. Le programme est placé sous la responsabilité de l'*Investment Capital Branch* du *Ministry of Small Business, Technology and Economic Development*.

Les investisseurs peuvent réclamer jusqu'à 60 000 \$ par année contre l'impôt provincial. Les crédits non réclamés une année peuvent être utilisés au cours des trois années suivant celle de l'investissement et les actions doivent être détenues pendant au moins cinq années. Une entreprise peut lever jusqu'à 5 millions de dollars dans le cadre du programme.

Les analyses du programme EBC sont possibles grâce aux données amassées et structurées par le ministère de tutelle, qui maintient une base de données des investissements et des crédits. Par ailleurs, les entreprises bénéficiaires doivent transmettre leurs états financiers. Elles ne semblent pas le faire systématiquement, comme le révèlent les analyses basées sur ces données.

5.1.2 Analyse du programme selon la grille

Critère 1a : Le mécanisme exclut certains secteurs pour lesquels les lacunes de marché ne sont pas évidentes et où l'innovation est généralement peu présente.

Ce critère est partiellement respecté : la notion d'innovation est absente. Les secteurs de l'immobilier et de la finance sont exclus, ainsi que celui des services, sauf s'ils touchent au tourisme.

Critère 1b : Le mécanisme exclut le financement des étapes de développement qui ne correspondent pas aux critères du capital de démarrage.

Le programme ne vise pas particulièrement les étapes de démarrage, puisque la limite de taille est établie à 100 employés.

Critère 1c : Le mécanisme définit les limites des placements ou entreprises admissibles en se référant à la notion de stade de développement.

Ce critère n'est pas respecté.

Critère 2 : Le mécanisme cible spécifiquement les anges investisseurs au sens strict du terme, c'est-à-dire les individus qui, en plus de financer l'entreprise, ont l'expérience et les compétences requises pour appuyer efficacement les entreprises en démarrage et réaliser des taux de rendement acceptables.

Ce critère n'est pas respecté. Tout investisseur agréé au sens des valeurs mobilières peut participer au programme.

³³ Il s'agit de la fabrication, le traitement ou l'exportation de biens à valeur ajoutée, le tourisme local, la recherche et le développement de technologies dont elle est propriétaire, le développement de produits interactifs multimédia ou encore participer à la diversification économique hors de la région métropolitaine. La description des règles du programme est disponible en ligne à : <http://www.tted.gov.bc.ca/TRI/ICP/VCP/EligibleBusinessCorporation/Pages/default.aspx>

Critère 3 : Le mécanisme ne requiert ni processus d'approbation préalable, ni analyse d'admissibilité des placements par une instance gouvernementale. Les investisseurs impliqués dans le programme ont toute latitude pour sélectionner et évaluer les projets.

L'entreprise doit s'enregistrer et pour cela respecter un certain nombre de critères relatifs aux secteurs d'activité et à la taille. Par la suite, les investisseurs sont libres de sélectionner les entreprises.

Critère 4 : Les programmes doivent être conçus de façon à réduire le plus possible les possibilités de contournement des règles, en tenant compte du fait que les tentatives de contournement sont inévitables.

Respecté en ce qui concerne l'utilisation des fonds. L'investisseur ne doit avoir aucun lien avec la société éligible durant la période qui couvre les deux années antérieures au placement. L'article 28.93, en ligne sur le site du Ministère,³⁴ énumère une longue liste d'utilisation prohibée des fonds levés. Le transfert des titres est strictement encadré.

Critère 5 : Des mécanismes sont mis en place pour permettre l'évaluation périodique du programme.

Le mécanisme ne semble pas être prévu. Les données requises pour les analyses sont au moins partiellement collectées. Les analyses des divers programmes indiquent toutefois que de nombreux dossiers sont incomplets.

5.1.3 Les autres analyses du programme

Hellman et Shure (2010) ont évalué l'ensemble du VCP à l'aide de plusieurs critères. L'analyse ne porte que sur 317 des 519 entreprises qui ont utilisé le programme entre 2001 et 2008 et distingue les entreprises financées par les fonds dits de détail (tels que les fonds de travailleurs) de celles qui sont financées par les individus, directement ou par l'intermédiaire de fonds spécifiques. L'échantillon comporte 206 EBC financées exclusivement par des anges ou simultanément par des fonds et des anges. Elle est complétée par une étude par questionnaire. Les auteurs montrent que les crédits accordés dans le cadre du programme sont largement compensés par les impôts et taxes versés par les entreprises financées. Il est toutefois difficile de conclure à l'efficacité du programme sur cette base puisque cette méthode d'évaluation repose sur l'hypothèse implicite que les entreprises n'existeraient pas en l'absence du programme ou encore que les employés n'auraient pas trouvé d'emploi sans le programme (Sandler 2004). Comme les auteurs montrent par ailleurs que les entreprises financées sont plus performantes que la moyenne des entreprises de la province, cette hypothèse est peu plausible. Dans une analyse antérieure des programmes, Brander et al. (2005 p.34) estimaient l'augmentation des investissements imputables aux divers programmes entre 50 et 60%. Ils jugeaient que l'effet de ces programmes sur l'offre de capital de démarrage avait été fort élevé dans la province. Toutefois, ces estimations reposent sur un ensemble d'hypothèses et non sur des mesures réelles des effets marginaux des crédits accordés.

Deux autres rapports évoquent l'existence de ce programme, mais n'en présentent pas une évaluation formelle. Lee and Thomas (2006) présentent les activités de VANTEC, l'un des

³⁴<http://www.tted.gov.bc.ca/TRI/ICP/VCP/EligibleBusinessCorporation/Pages/IneligibleTransactions.aspx#section28.93>

principaux réseaux d'anges de Colombie-Britannique. Ils évaluent à 20% la proportion des entreprises dont le financement est associé au VCP. Hellman et al. (2010) ont administré un questionnaire aux anges investisseurs en Colombie-Britannique. Les réponses indiquent une forte sensibilité aux avantages fiscaux consentis. Quatre-vingts pour cent des anges interrogés ont déclaré avoir réclamé les crédits disponibles et ceux qui ne l'ont pas fait n'étaient généralement pas admissibles, car ils ne résidaient pas en Colombie-Britannique. Si le programme n'avait pas existé, 73,8% des répondants auraient investi des sommes moins élevées et 41,3% auraient cherché à investir davantage aux États-Unis. Seuls 11,9% des répondants affirment qu'ils n'auraient pas investi du tout. Une importante proportion (71,4%) des anges interrogés déclarent préférer le programme de crédit direct du programme EBC au programme indirect (VCC).

5.2 AUTRES PROGRAMMES AU CANADA

Le *Community Enterprise Investment Tax Credit* du Manitoba, annoncé en 2009, a changé de nom en 2011 pour devenir le *Small Business Venture Capital Tax Credit* (SBVCT). Le SBVCT procure un crédit d'impôt non remboursable aux investisseurs résidents, égal à 30% du capital investi dans une entreprise émergente. Le crédit est offert aux particuliers et aux entreprises, qui peuvent acquérir jusqu'à 135 000 \$ de crédit en une année, mais ne peuvent en déduire que 45 000 \$ par année. Les entreprises manitobaines inscrites sur la Bourse de croissance TSX sont admissibles. Les entreprises admissibles ne peuvent employer plus de 50 personnes et leur revenu ne doit pas dépasser 15 millions de dollars.

Au Nouveau-Brunswick, le *Small Business Investor Tax Credit Program* a été lancé en 2003. Il est ouvert à tous les investisseurs qui bénéficient d'un crédit non remboursable égal à 30% des investissements, plafonné à 250 000 \$ par année depuis 2009.³⁵

En Nouvelle-Écosse, l'*Equity Tax Credit* (ETC) existe depuis 1994. Depuis janvier 2010, il offre un crédit égal à 35% de l'investissement effectué par un particulier dans une entreprise admissible.³⁶ Il n'existe pas de restriction relative aux investisseurs ou aux entreprises; le crédit est disponible pour les coopératives. Une analyse relativement ancienne indique une croissance mais une faible rentabilité des entreprises financées dans le cadre de ce programme (Province of Nova Scotia 2001). Toutefois, l'échantillon est de petite taille et les méthodes d'analyses reposent sur l'hypothèse que 75% des projets n'auraient pas été entrepris en l'absence du programme.

À Terre-Neuve, le *Direct Equity Tax Credit* procure un crédit d'impôt non remboursable de 20 ou 35%, modulé selon les régions, pour des investissements qui peuvent atteindre 700 000 \$. Le crédit annuel est plafonné à 50 000\$.³⁷ Tous les investisseurs sont admissibles. Les entreprises doivent employer moins de 50 personnes.

Au Yukon, le *Small Business Investment Tax Credit* (YSBITC) procure un crédit d'impôt non remboursable égal à 25% du montant investi dans une entreprise éligible. L'un des objectifs du

³⁵ <http://www.gnb.ca/0162/tax/sbitc/smallbusiness-e.asp>

³⁶ Les dispositions relatives à ce programme et l'historique des modifications sont disponibles à : <http://www.gov.ns.ca/finance/en/home/taxation/personalincometax/equitytaxcredit/default.aspx> et <http://www.canlii.org/en/ns/laws/regu/ns-reg-18-94/latest/ns-reg-18-94.html#history>

³⁷ http://www.fin.gov.nl.ca/fin/tax_programs_incentives/business/directequitytaxcredit.html

programme est d'amener les résidents à investir localement les montants qu'ils investissent dans les entreprises du sud du pays par l'intermédiaire de leur régime enregistré d'épargne retraite.³⁸ Tous les contribuables sont admissibles. Les entreprises bénéficiaires doivent rapporter des revenus. Les secteurs de l'immobilier et des pratiques professionnelles sont exclus. Le régime se distingue en octroyant les crédits pour des prêts non garantis. Les titres doivent être détenus pendant quatre années.

En Ontario, un programme a été évoqué en 2011, mais cette annonce n'a pas été suivie d'effet. Les programmes canadiens, dans leur ensemble, présentent deux faiblesses importantes. Premièrement, ils ne ciblent pas spécifiquement les entreprises en démarrage. La limite de taille est généralement placée à 50 employés, ce qui correspond, dans le secteur de la fabrication ou des services, à des entreprises ayant atteint un stade relativement avancé de développement. Par ailleurs, les programmes sont ouverts à tous les investisseurs, sans restriction. Il ne s'agit donc pas de programmes spécifiquement dédiés aux anges investisseurs.

Les décideurs publics canadiens ne semblent pas suivre la tendance détectée dans les autres juridictions. Les programmes ne ciblent ni les entreprises émergentes, ni les anges.

6 LES PROGRAMMES DE CRÉDIT A POSTERIORI ET DE GARANTIE

6.1 LES PROGRAMMES A POSTERIORI

6.1.1 La réduction des taux

En dépit des avantages clairs des crédits octroyés à la sortie, il existe peu de programmes de ce type. Nous les avons récapitulés à l'annexe 4. Dans quelques juridictions, telles la Belgique ou la Russie, les gains en capital ne sont pas imposables; la réduction ciblée des gains ne peut donc être utilisée. D'autres pays exemptent d'impôt les gains réalisés sur les actions détenues pendant six mois (Italie) ou un an (Portugal). En Grèce, les gains réalisés lors de la cession d'actions de sociétés fermées sont imposés à un taux moindre. Il ne s'agit cependant pas de programmes, mais de dispositions générales.

Aux États-Unis, depuis 1993, la Section 1202 du Code des impôts (*The Internal Revenue Code*) exemptait partiellement d'impôt les gains en capital réalisés sur les actions d'entreprises dont l'actif ne dépasse pas 50 millions de dollars, les *qualified small business stock* (QSBS), lorsque ces actions avaient été détenues durant plus de 5 années. L'objectif était d'encourager l'investissement dans cette catégorie d'entreprise. Toutefois, compte tenu de la taille des entreprises admissibles, cette disposition ne nous semble pas concerner principalement les anges investisseurs. Les actions devaient être détenues pendant cinq ans. Initialement établie à 50%, la proportion des gains en capital qui échappe à l'impôt a été augmentée à 75% par le Recovery Act (2009) pour les actions acquises en 2009 et 2010. Le *Small Business Jobs Act* de 2010 a établi l'exemption totale des gains en capital sur les actions des entreprises admissibles, pour la première tranche de 10 millions de dollars de gains, jusqu'à la fin de 2011.

Le programme n'a pas connu un grand succès entre 1993 et 2010 pour plusieurs raisons étudiées par Sergi et al. (2008). Le programme est restreint aux entreprises de type C, alors que la majorité des entreprises des secteurs technologiques sont désormais structurées en sociétés en nom collectif à responsabilité limitée (*Limited Liability Company LLC*) ou sont de type S afin

³⁸ <http://www.economicdevelopment.gov.yk.ca/general/sbitc.html>

d'utiliser des actions accréditatives (*Flow through Entities*). Deuxièmement, l'article 1202 du code de l'impôt maintenait le taux d'impôt des gains en capital excédant la limite de 10 millions de dollars au niveau de 1993, soit 28% alors que le taux généralement applicable avait été réduit à 14%. L'avantage du programme est donc devenu marginal au fil des ans. Même si la moitié des gains était exemptée, le taux effectif demeurait à 14% contre 15% en dehors du programme. L'exemption totale de l'impôt sur les gains en capital annoncée dans le *Small Business Jobs Act* de 2010 a été saluée comme un progrès important par les associations d'anges. Toutefois, depuis le premier janvier 2012, la non-imposition des gains est suspendue. Le Président des États-Unis a annoncé, le 31 janvier 2012, qu'il proposerait la reconduction de la mesure pour cinq ans.³⁹

Six États et le district de Columbia excluent partiellement ou totalement les gains en capital réalisés sur des investissements ciblés tels que les entreprises en démarrage ou le logement social (Arkansas, Maine, Missouri, Montana, Nebraska et New York). Toutefois, les dispositions évoquées ci-dessus ne ciblent pas spécifiquement les anges. Un seul programme de crédit a posteriori semblait le faire. Il s'agissait du *Angel Venture Capital Tax Credit* implanté au Vermont depuis 2003. Le contribuable bénéficiait d'un crédit de 40% sur l'impôt sur le gain en capital dans les entreprises admissibles de petite taille dans lesquelles il avait investi un montant d'au moins 50 000 \$. Ce programme semble avoir été abandonné dans le cadre de la réforme fiscale de 2010-2011, qui a remis en cause de nombreuses dépenses fiscales dans cet État.

Une exonération viagère partielle des gains en capital existe également au Canada. Le budget fédéral de 2007 a porté cette exonération à 750 000 \$ pour les dispositions admissibles effectuées à partir du 19 mars 2007. Toutefois, nous ne considérons pas qu'il s'agisse d'une disposition très significative pour les anges tels que nous les avons définis. Ceux-ci ont, le plus souvent, cédé avec profit une ou des entreprises dans le passé et ont donc utilisé cette exemption. Une disposition de même nature existe au Royaume-Uni, sous le terme de *entrepreneurs' relief*. Elle permet l'imposition des gains à un taux réduit de 10% (au lieu de 28% depuis 2010) dans la limite de 5 000 000 livres. Le montant relativement élevé peut faire de cette disposition un dispositif incitatif pour les anges, mais les conditions peuvent amener des effets indésirables.⁴⁰

6.1.2 Le report de l'imposition

Les dispositions relatives au report de l'imposition sur certains placements (*rollover*) permettent de réduire la valeur actualisée de l'impôt sur les gains en capital en le reportant. Au Canada, l'article 44.1 de la Loi de l'impôt sur le revenu permet de différer l'impôt sur le gain en capital réalisé lors de la disposition des actions d'une petite entreprise lorsque le produit de la disposition est réinvesti dans une ou plusieurs autres entreprises admissibles. Le nouveau placement admissible doit être effectué dans l'année de la disposition ou dans les 120 jours après la fin de l'année. Cette disposition, qui vise à faciliter le financement des petites

³⁹ Voir *On One-Year Anniversary of Startup America Initiative President Obama Sends Startup America Legislative Agenda to Congress*, consulté en ligne le 21/2/2012 à <http://www.whitehouse.gov/the-press-office/2012/01/31/one-year-anniversary-startup-america-initiative-president-obama-sends-st>

⁴⁰ Cette disposition n'est accessible qu'aux *officers and employees* qui détiennent plus de 5% des actions et peuvent prouver leur implication dans les opérations de l'entreprise. Elle peut donc inciter les anges à demander des participations importantes au capital.

entreprises par des investisseurs privés semble être particulièrement opportune pour les anges qui effectuent de nombreux placements.⁴¹

Des dispositions semblables existent aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Australie, aux Pays-Bas, en Suisse et en Italie. Nous n'analysons que les programmes américains d'exemption des gains en capital et de report, qui sont représentatifs des programmes observés dans les autres juridictions.

6.1.3 Analyse du programme fédéral américain selon la grille

Critère 1a : Le mécanisme exclut certains secteurs pour lesquels les lacunes de marché ne sont pas évidentes et où l'innovation est généralement peu présente.

Ce critère est partiellement respecté : l'exemption s'applique aux placements réalisés dans tous les secteurs, et il en est de même des dispositions relatives au report par réinvestissement. Toutefois, la définition des QSBS exclut les entreprises du secteur immobilier et les fonds.

Critère 1b : Le mécanisme exclut le financement des étapes de développement qui ne correspondent pas aux critères du capital de démarrage.

Le programme ne vise pas particulièrement les étapes de démarrage, puisque la limite de taille pour l'exemption est établie à 50 millions de dollars. Ainsi dessiné, le programme peut d'ailleurs réduire l'offre de capital aux stades de démarrage, puisque le même avantage fiscal est lié à l'investissement dans le démarrage et dans les phases de croissance d'entreprises établies.

Critère 1c : Le mécanisme définit les limites des placements ou entreprises admissibles en se référant à la notion de stade de développement.

Ce critère n'est pas respecté.

Critère 2 : Le mécanisme cible spécifiquement les anges investisseurs au sens strict du terme, c'est-à-dire les individus qui, en plus de financer l'entreprise, ont l'expérience et les compétences requises pour appuyer efficacement les entreprises en démarrage et réaliser des taux de rendement acceptables.

Ce critère n'est pas respecté. Tout investisseur peut bénéficier de l'avantage.

Critère 3 : Le mécanisme ne requiert ni processus d'approbation préalable, ni analyse d'admissibilité des placements par une instance gouvernementale. Les investisseurs impliqués dans le programme ont toute latitude pour sélectionner et évaluer les projets.

Ce critère n'est pas respecté

Critère 4 : Les programmes doivent être conçus de façon à réduire le plus possible les possibilités de contournement des règles, en tenant compte du fait que les tentatives de contournement sont inévitables.

Pas de dispositions particulières.

⁴¹ Voir Me Odile St-Hilaire et Michel Lessard : L'article 44.1 de la Loi de l'impôt sur le revenu : une disposition méconnue? <http://www.conseiller.ca>, 8 juin 2011, consulté le 15 février 2012 à <http://www.conseiller.ca/nouvelles/1%E2%80%99article-44-1-de-la-loi-de-l%E2%80%99impot-sur-le-revenu-une-disposition-meconnue-2-29213>

Critère 5 : Des mécanismes sont mis en place pour permettre l'évaluation périodique du programme.

Le mécanisme ne semble pas être prévu.

L'avantage de ces dispositions, par rapport à l'octroi de crédits à l'entrée, réside dans le fait qu'il incite les investisseurs à une sélection et à une surveillance attentive de leurs placements. Toutefois, aucune disposition n'assure que les investisseurs disposent des compétences requises pour investir dans le domaine particulier des entreprises de petite taille.

6.2 LES PROGRAMMES DE GARANTIE

6.2.1 Les garanties hors fiscalité

Quelques programmes existent dans plusieurs pays de l'Union européenne, qui sont essentiellement dédiés aux investisseurs institutionnels (Gracey 2001; European Union 2003).⁴² Israël a mis en place un programme d'assurance de pertes en 2010.⁴³ Un programme de l'Union Européenne intitulé *Competitiveness and Innovation Framework Programme*⁴⁴ incorpore un programme de co-investissement avec les fonds de capital de risque et ceux liés aux anges, ainsi qu'un programme de garantie des capitaux propres investis dans certaines entreprises qui emploient moins de 249 employés. À la fin de 2010, une seule garantie avait été octroyée et, tant en ce qui concerne les garanties que les appariements, le programme semble être très mal adapté aux anges, comme le reconnaissent les évaluateurs (Centre for Evaluation and Strategy Services 2011 p.51).

6.2.2 Les programmes de garantie via la fiscalité

Si les pertes en capital découlant d'un investissement I deviennent déductibles du revenu de l'investisseur imposé au taux marginal t_p , la perte nette maximale devient $I \times (1-t_p)$, soit 50 % de l'investissement lorsque le taux personnel atteint 50%. De telles dispositions existent dans plusieurs juridictions, dont le Canada. L'EIS du Royaume-Uni donne droit à une exonération des gains en capital après 3 ans de détention. Les pertes réalisées sur les actions EIS peuvent, dans certaines circonstances, réduire le revenu imposable du contribuable.⁴⁵ Au Canada, les pertes encourues lors de la disposition de certains types d'actions avec des personnes sans lien de dépendance sont déductibles du revenu net du contribuable.⁴⁶ Les pertes au titre d'un placement d'entreprises (PTPE) concernent les ventes d'actions de sociétés exploitant une petite entreprise dont les éléments d'actifs sont exploités au Canada. Une telle disposition est de nature à encourager les investissements des anges, puisqu'elle réduit la perte maximale encourue. Elle est toutefois offerte à l'ensemble des investisseurs.

⁴² Voir la présentation de Stephen Roper Credit Guarantee Schemes: a tool to promote SME growth and innovation in the MENA Region, Warwick Business School, UK, <http://www.oecd.org/dataoecd/6/53/43982478.pdf>

⁴³ <http://crossborder.practicallaw.com/4-500-9442?source=relatedcontent>

⁴⁴ <http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/cip-financial-instruments/>

⁴⁵ Un bulletin d'interprétation des règles complexes relatives aux impôt lors de la disposition d'actions EIS est disponible en ligne à <http://www.hmrc.gov.uk/helpsheets/hs297.pdf>

⁴⁶ Bulletin d'interprétation numéro IT-484R2, 28 novembre 1996.

Aux États-Unis, la section 1244 du code des impôts permet aux particuliers de déduire de leur revenu les pertes encourues lors de la vente d'actions de petites entreprises admissibles. Ces entreprises doivent être américaines et le capital émis doit être inférieur à un million de dollars lors de l'émission des actions et pendant l'année de l'émission. Lorsque l'entreprise dépasse ce seuil, elle doit désigner les actions qui se qualifient selon les règles de la section 1244. Les revenus de l'entreprise doivent provenir à plus de 50% d'opérations et non de la détention passive d'éléments d'actif. Seuls des particuliers qui sont les acquéreurs initiaux des actions peuvent bénéficier de la déduction, qui est limitée à 50 000\$ par année (100 000\$ pour un couple). Les actions émises en considération de services rendus ne sont pas admissibles. Cette mesure peut être un avantage pour les anges, mais elle ne leur est pas réservée et ne cible pas les entreprises innovantes.

7 CONCLUSION : LES CONDITIONS D'UN PROGRAMME EFFICACE

Comme le souligne l'OCDE (2011, p.106), les incitatifs fiscaux peuvent avoir des effets négatifs indésirables et notamment attirer des investisseurs qualifiés, mais qui ne sont pas des anges et n'ont donc pas les qualités requises pour sélectionner et suivre les projets. La revue de près de soixante incitatifs fiscaux présentés comme étant dédiés aux anges montre que leurs concepteurs n'ont généralement pas été conscients de ce risque. L'analyse met en évidence un double paradoxe. Premièrement, il n'existe pratiquement pas de programme visant spécifiquement les anges, définis comme des individus apportant des capitaux et une expertise aux entreprises émergentes avec lesquelles ils n'ont pas de lien préalable. Deuxièmement, alors que les crédits à l'entrée présentent de très nombreux désavantages, ils semblent être préférés aux autres formes d'incitation dans la vaste majorité des juridictions.

Les quelques initiatives spécifiquement dédiées aux anges sont très récentes. Les programmes du Portugal et de Singapour ont démarré en 2010 sous leur forme actuelle et le programme du Tennessee n'est pas encore en application. Tous les autres programmes sont offerts à tous les investisseurs qualifiés, au sens des valeurs mobilières et ce critère n'est d'ailleurs pas toujours évoqué. La majorité des programmes ne ciblent pas spécifiquement le financement du démarrage. Il existe extrêmement peu d'évaluations rigoureuses des effets des divers programmes. Ces évaluations présentent par ailleurs de très importants défis méthodologiques. Les dépenses fiscales ne sont peut-être pas l'outil le mieux adapté à l'atteinte de l'objectif visé (Barkoczy et Sandler 2007).

Nous considérons que les éléments suivants sont indispensables à la mise en place de programmes dédiés au financement des entreprises à fort potentiel : le programme devrait cibler les anges, les entreprises en démarrage et utiliser une approche a posteriori.

Les investisseurs admissibles doivent être des anges au sens strict du terme, ce qui implique qu'ils ont l'expérience d'entrepreneur et du monde des affaires qui les rend capables de sélectionner les projets de façon compétente et d'apporter aux entreprises l'expertise associée à ce type d'activité. Restreindre le programme aux anges investisseurs présente plusieurs avantages. Cela permet de limiter le coût du programme tout en octroyant des crédits relativement élevés, puisque le nombre d'anges au sens strict est largement inférieur à celui des investisseurs qualifiés au sens des valeurs mobilières. Cette restriction permet également d'anticiper une performance adéquate des entreprises bénéficiaires. Enfin, cette restriction limite l'afflux potentiel de nombreux investisseurs sans compétence particulière dans un marché où il existe relativement peu de projets prêts à recevoir un financement par capital-actions externe.

On évite ainsi une augmentation importante des valorisations, qui annulerait l'effet positif des incitatifs fiscaux. La mise en application de cette caractéristique essentielle du programme est toutefois délicate. Elle peut emprunter l'une ou l'autre des avenues suivantes :

- L'accréditation par une agence gouvernementale, sur la base de critères semblables à ceux utilisés à Singapour. L'autorité émet un certificat qui est joint à la déclaration de revenus. Cette avenue entraîne l'examen de quelques centaines à quelques milliers de demandes.
- L'accréditation déléguée aux réseaux d'anges. Dans ce cas, les membres en règle des réseaux agréés deviennent automatiquement admissibles, ce qui devrait inciter les anges à participer aux réseaux qui semblent avoir des effets positifs sur l'activité et le rendement.

Les deux mécanismes peuvent être utilisés conjointement pour diminuer la charge du processus d'accréditation et ne pas pénaliser les anges qui désirent continuer à opérer de façon autonome. À Singapour, l'ange agréé doit investir au moins 100 000 \$ dans l'année pour conserver son statut. Nous ne pensons pas qu'un tel critère soit applicable au Québec. Toutefois, le statut devrait faire l'objet d'une révision périodique.

Si la recommandation précédente est appliquée, la définition des entreprises admissibles peut être simplifiée. Il est en effet peu vraisemblable qu'un ange expérimenté investisse dans des entreprises qui ne présentent aucun caractère d'innovation. De telles entreprises sont peu susceptibles de dégager un avantage concurrentiel permettant de générer un taux de rendement suffisant pour compenser le risque des placements. Les secteurs tels que l'immobilier, la finance et les services devraient être exclus.

Les entreprises admissibles devraient être en situation de prédémarrage ou aux premières étapes de démarrage. La limite devrait être définie en termes de revenus. Le seuil de 500 000 \$ utilisé dans le programme étudié en Georgie semble être raisonnable, mais il nous semble préférable de définir un seuil en termes de stade de développement. L'entreprise qui a atteint le stade de la commercialisation ne devrait pas être admissible. Le mécanisme doit demeurer incitatif à la sélection et au suivi des meilleurs projets. Seuls les mécanismes a posteriori permettent d'atteindre cet objectif. Nous suggérons l'exonération totale des gains en capital pour les placements dans les sociétés admissibles. Par ailleurs, le crédit correspondant à cette exonération pourrait être majoré afin de moduler l'avantage en fonction d'objectifs spécifiques. La majoration pourrait être utilisée pour favoriser les régions où le financement est notoirement plus difficile, telles que les régions ressources ou encore les stades de développements précoces. Si les crédits à l'entrée demeurent la seule avenue envisagée, il reste possible d'employer la technique du crédit d'impôt en deux étapes. En plus du crédit de 15 à 20% obtenu lors de l'investissement, un second crédit de 10% devient acquis si l'entreprise montre, après trois années, des indications de croissance des revenus ou de l'emploi. Ce mécanisme est utilisé en Irlande.

BIBLIOGRAPHIE

- Akindayomi, A. and H. A. Warsame (2007). Effects of Capital Gains Taxation Changes on Stock Prices: Evidence from the February 2000 Canadian Budget. *Accounting Perspectives* 6(4): 369-387.
- Barkoczy, S. and D. Sandler (2007). Government Venture Capital Incentives. Research Study No 46, Australian Tax Research Foundation, Available at <http://www.law.monash.edu.au/units/law5153/2007/semester2/additional-materials/5153-2007-s2-add-material-barkoczys-and-sandlers-govt-venture-capital-incentives.pdf>
- Biotech Canada (2010). Flow-through Shares for Canada's Biotechnology Industry White Paper, Biotech Canada, Background Materials Supplement, Available at <http://www.biotech.ca/uploads/white%20paper%20-%20supplement.pdf>
- Boyns, N., M. Cox, R. Spires and A. Hugues (2003). Research into the Enterprise Investment Scheme and Venture Capital Trusts. PACEC Report for Inland Revenue Available at: <http://www.inlandrevenue.gov.uk/research/report.pdf>
- Brander, J. A., E. J. Egan and A. E. Boardman (2005). The Equity Capital Program in British Columbia: An Assessment of Capital Availability, Program Efficiency, and Policy Alternatives. Report, Available at <http://evc.sauder.ubc.ca/downloads/ECPApril2005.pdf>
- Brander, J. A., E. J. Egan and T. F. Hellmann (2010). Government Sponsored Versus Private Venture Capital: Canadian Evidence International Differences in Entrepreneurship, . J. Lerner and A.Schoar ed., University of Chicago Press
- Brenner, R. and G. A. Brenner (2010). Venture Capital in Canada: Lessons for Building (or Restoring) National Wealth. *Journal of Applied Corporate Finance* 22(1): 86-98.
- Carpentier, C. and J.-M. Suret (2006). The Quebec Stock Saving Plan : A Tax Expenditure Analysis. *Canadian Tax Journal* 54(1): 142-166.
- Carpentier, C. and J.-M. Suret (2007). On the Usefulness of Tax Incentives for Business Angels and SME Owners: An Empirical Analysis. *Venture Capital : An International Journal of Entrepreneurial Finance* 9(1): 1-22.
- Centre for Evaluation and Strategy Services (2011). Final Evaluation of the Entrepreneurship and Innovation Programme Final Report. European Commission, Report Available at http://ec.europa.eu/cip/files/docs/final-evaluation-of-eip_en.pdf
- Chen, D. and J. Mintz (2003). Taxing Investments: On the Right Track, But at a Snail's Pace, C. D. Howe Institute: 9 p.
- Conseil de la science et de la technologie du Québec (2010). Le financement de l'innovation dans les entreprises. Étude disponible à: <http://www.cst.gouv.qc.ca/IMG/pdf/Etude-Financement.pdf>
- Conseil des sciences de la technologie et de l'innovation (2011). L'état des lieux en 2010: le système des sciences, de la technologie et de l'innovation au Canada. Rapport, disponible à http://www.stic-csti.ca/eic/site/stic-csti.nsf/fra/h_00038.html

- Costa, L. (2011). Portugese Public Policies for Business Angels. EBAN Congress, Warsaw, May 2011, Available at: http://www.eban.org/interactive/share-a-document/doc_download/254-luis-costaportugal-case-study
- Cowling, M., P. Bates, N. Jagger and G. Murray (2008). Study of the impact of the Enterprise Investment Scheme (EIS) and Venture Capital Trusts (VCTs) on company performance. *HM Revenue & Customs Research Report 44* Available at <http://www.hmrc.gov.uk/research/report44.pdf>.
- Cowling, M., G. Murray and P. Bates (2009). Promoting Equity Flows into Smaller Businesses: The UK Enterprise Investment Scheme and Venture Capital Trusts. Public Policies for Fostering Entrepreneurship : A European Perspective. R. Baptista and Joao Leitao ed, Springer New York: 207-230.
- DeGennaro, R. P. and G. P. Dwyer (2010). Expected Returns to Angel Investors. Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper Series No. 2010-14. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1679207>
- EBAN (2009). Compendium of Fiscal Incentives available to Business Angels in Europe. European Business Angels Network <http://www.eban.org/resource-center/publications/eban-publications>
- EBAN (2010). Early Stage Investing: An Asset Class in Support of the EU Strategy for Growth and Jobs. European Business Angel Network White Paper October 2010, Available at <http://www.eban.org/resource-center/policy>
- Eikenberry, T. (2003). A Tennessee Seed Capital Qualified Investment Tax Credit: A Survey and Concrete Proposal for Legislative Action. *Tennessee Journal of Business Law* 4(2): 105-208.
- European Commission (2005). Best Practices of Public Support for Early-stage Equity Finance: Final Report of the Expert Group Brussels : Directorate General for Enterprise and Industry, Available at http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/financing/docs/report_early-stage_equity_finance.pdf
- European Commission (2009). Financing Innovation and SMEs. Commission Staff Working Document, available at http://ec.europa.eu/enterprise/policies/innovation/files/swd_financing_innovation.pdf
- European Union (2003). Raising EU R&D Intensity: Improving the Effectiveness of Public Support Mechanisms for Private Sector Research and Development : Guarantee Mechanisms. Report to the European Commission by an Independent Expert Group, European Commission Directorate-General for Research Information and Communication Unit, Available at http://ec.europa.eu/invest-in-research/pdf/download_en/report_guaranteemechanisms.pdf
- Fritsch, M. and A. Schroeter (2009). Are More Start-Ups Really Better? Quantity and Quality of New Businesses and Their Effect on Regional Development. JENA Economic Research Paper, Available at http://www.wiwi.uni-jena.de/papers/jerp2009/wp_2009_070.pdf

- Godin, K. (2008). Public Policy and Entrepreneurship: Venture Capital in British Columbia. MAster Thesis, Simon Fraser University Available at <http://ir.lib.sfu.ca/retrieve/2867/etd2175.pdf>
- Gompers, P. and J. Lerner (2003). Equity Investing. Hanbook of Entrepreneurship Research. Z. J. Acs and D. B. A. (eds.), Kluwer Academic Publishers: 267-298.
- Gompers, P. and J. Lerner (2010). Equity Financing. Handbook of Entrepreneurship Research. Z. J. Acs and D. B. Audretsch, Springer New York. 5: 183-214.
- Gompers, P. A. and J. Lerner (1998). What Drives Venture Capital Fundraising? *Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics* 1998: 149-192.
- Gracey, A. D. (2001). Guarantee Mechanisms for Financing Innovative Technology Survey and Analysis. European Commission: Luxembourg, Available at <http://www.mcs-corporate.com/files/file/Guarantee-Mechanisms.pdf>
- Groupe Secor Inc. (1998). Financing Knowledge-Based Small Business. *Research Paper Prepared for the Task Force on the Future of the Canadian Financial Services Sector*.
- Harrison, R. T. and C. M. Mason (1989). The Role of the Business Expansion Scheme in the United Kingdom. *Omega* 17(2): 147-157.
- Heard, R. G. and J. Sibert (2000). Growing New Businesses with Seed and Venture Capital: State Experiences and Options. Washington, DC: National Governors' Association
- Hellmann, T., I. Ilyaszade and T. Lee (2010). Angels in British Columbia: Preliminary Survey Results. Working Paper, UBC, Available at <http://strategy.sauder.ubc.ca/hellmann/pdfs/Angels%20in%20BC%20Preliminary%20Survey%20Report%20October%202010.pdf>
- Hellmann, T. and P. Schure (2010). An Evaluation of the Venture Capital Program in British Columbia. Report prepared for the Ministry of Small Business, Technology and Economic Development, Available at <http://strategy.sauder.ubc.ca/hellmann/pdfs/Hellmann%20Schure%202010%20Venture%20Capital%20Report.pdf>
- Hendon, J., J. Bell, B. Blair and D. Martin (2012). State-Funded Angel Investor Tax Credits: Implementation and Perceived Effectiveness in a Sample of States within the United States. *Journal of Entrepreneurship and Public Policy* 1(1).
- Henrekson, M. and D. Johansson (2010). Gazelles as job Creators: a Survey and Interpretation of the Evidence. *Small Business Economics* 35(2): 227-244.
- HM Treasury (2011a). Tax-advantaged Venture Capital Schemes: a Consultation. Consultation paper, Available at http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consult_condoc_tax_advantage_venture_capital.pdf
- HM Treasury (2011b). Tax-advantaged Venture Capital Schemes: Response to Consultation. http://www.hm-treasury.gov.uk/d/condoc_responses_venture_capital.pdf
- Hu, D. H. (2007). Seed Capital is Not Enough: Lessons from Hawai'i's Attempt to Develop a High-Technology Sector. *University of Hawaii Law Review* 30: 401-422.

- Hughes, D. (2010). Angel Investment Tax Credits: A Win-Win-Win for Taxpayers, New Ventures, and the States. *Journal of Multistate Taxation and Incentives* 20(8).
- Industry Canada (2002). Gaps in SME Financing: An Analytical Framework, Ottawa: Industry Canada: 81p.
- Jog, V. M., G. J. Lenjosek and K. J. McKenzie (1996). Flowthrough Shares: Premium-Sharing and Cost-Effectiveness. *Canadian Tax Journal* 44(4): 1016-1051.
- Kato, A., S. L. Croix and J. Mak (2009). Small State, Giant Tax Credits: Hawaii's Leap into High Technology Development. Working Paper No. 09-1, Available at http://www.economics.hawaii.edu/research/workingpapers/WP_09-14.pdf
- Keuschnigg, C. and S. B. Nielsen (2004). Start-ups, Venture Capitalists, and the Capital Gains Tax. *Journal of Public Economics* 88(5): 1011-1042.
- Keuschnigg, C. and S. B. Nielsen (2006). Public Policy, Start-up Entrepreneurship, and the Market for Venture Capital. Working Paper, Available at <http://openarchive.cbs.dk/cbsweb/handle/10398/7569>
- Larin, G. N., M. C. Coulombe, S. Grégoire and L. Quesnel (2001). Guide sur les incitatifs fiscaux offerts aux sociétés faisant affaire au Québec. *Canadian Tax Journal* 49(3): 553-594.
- Lee, T. and D. Thomas (2006). Survey of the Vancouver Angel Technology Network (VANTEC) Activities. Rocket Builders, report available at http://www.rocketbuilders.com/reports/VANTEC_Final_Report_Apr_30_06.pdf
- Lenjosek, G. J. (1998). A Canadian Tax Incentive for Equity Investments in Mining and Energy Companies. *New Directions for Evaluation* 1998(79): 117-134.
- Lerner, J. (1998). "Angel" Financing and Public Policy: an Overview. *Journal of Banking & Finance* 22(6-8): 773-83.
- Lerner, J. (2010). Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed - and What to do About It, Princeton: Princeton University Press.
- Litan, R. E. and A. M. Robb (2012). A Market-Based Approach for Crossing the Valley of Death: The Benefits of a Capital Gains Exemption for Investments in Startups. Ewing Marion Kauffman Foundation, Available at: <http://www.kauffman.org/newsroom/capital-gains-tax-exemption-for-investments-in-startups-would-help-new-companies-cross-the-valley-of-death-says-kauffman-report.aspx>
- Loritz, J. (2008). State Strategies to Promote Angel Investment for Economic Growth. NGA Center for Best Practices, Available at <http://www.nga.org/Files/pdf/0802ANGELINVESTMENT.PDF>
- Mason, C. (2008). The Real Venture Capitalists: A Review of Research on Business Angels. Working Paper WP08-06, Hunter Center for Entrepreneurship, University of Strathclyde, Available at

<http://www.strath.ac.uk/media/departments/huntercentre/research/workingpapers/IJMR.pdf>

- Mason, C. and R. Brown (2011). Creating good public policy to support high-growth firms. *Small Business Economics*: 1-15.
- Mason, C. and J. Kwok (2010). Investment Readiness Programmes and Access to Finance: A critical Review of Design Issues. *Local Economy* 25(4): 269-292.
- Mason, C. M. (2009). Public Policy Support for the Informal Venture Capital Market in Europe: A Critical Review. *International Small Business Journal* 27(5): 536-556.
- Mason, C. M. and R. T. Harrison (2001). 'Investment Readiness': A Critique of Government Proposals to Increase the Demand for Venture Capital. *Regional Studies* 35(7): 663-668.
- Mason, C. M. and R. T. Harrison (2002). Barriers to Investment in the Informal Venture Capital Sector. *Entrepreneurship & Regional Development* 14(3): 271-287.
- McAdam, M. and S. Marlow (2011). Sense and Sensibility: The Role of Business Incubator Client Advisors in Assisting High-Technology Entrepreneurs to Make Sense of Investment Readiness Status. *Entrepreneurship & Regional Development* 23(7-8): 449-468.
- Mintz, J. and T. A. Wilson (2000). Capitalizing on Cuts to Capital Gains Taxes. Toronto, C. D. Howe Institute. 137: 27 p.
- Ndubuzor, D., K. Johnson and J. Pavel (2009). Using Flow-Through Shares to Stimulate Innovation Companies in Canada A Research Project Presented to the Greater Saskatoon Chamber of Commerce
http://www.saskatoonchamber.com/file/Newsroom/Research_Papers/2009/Flow_Through_Share.pdf
- OECD (2002). Entrepreneurship and Growth : Tax Issues. Directorate for Sciences Technology and Industry,
- OECD (2006). The SME Financing Gap : Volume 1: Theories and Evidence Paris : Organization for Economic Cooperation and Development
- OECD (2011). Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors. OECD Publishing, available at : <http://dx.doi.org/10.1787/9789264118782-en>
- Osborne, D. and D. Sandler (1998). A Tax Expenditure Analysis of Labour-Sponsored Venture Capital Corporations. *Canadian Tax Journal* 46(3): 499.
- Politis, D. (2008). Business angels and value added: what do we know and where do we go? *Venture Capital* 10(2): 127-147.
- Province of Nova Scotia (2001). Tax Credit Review Report, Department of Finance Available at <http://www.gov.ns.ca/finance/publish/taxcredit/>
- Riding, A. L. (2008). Business Angels and Love Money Investors: Segments of the Informal Market for Risk Capital. *Venture Capital : An International Journal of Entrepreneurial Finance* 10(4): 355-369.
- Sandler, D. (2004). Venture Capital and Tax Incentives : A Comparative Study of Canada and the United States. Toronto, Canadian Tax Foundation.

- Sellers, K. F. and N. J. Fannon (2011). Valuation of Pass-Through Entities: Looking at the Bigger Picture. 2012 American Taxation Association Midyear Meeting: JLTR Conference. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2003901>
- Sergi, L. D., S. S. Jones and M. B. Kuusisto (2008). Small Business Stock Incentives: Time for a Fresh Approach. National Venture Capital Association Policy Paper, Available at http://www.nvca.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=62&Itemid=93
- Shane, S. (2008a). The Importance of Angel Investing in Financing the Growth of Entrepreneurial Ventures. Venture Capital and Angel Investing, Available at <http://archive.sba.gov/advo/research/rs331tot.pdf>. A.M. Lane and N.P. Mifflin ed. New York, Nova Science Publishers, Inc.
- Shane, S. (2008b). Why Encouraging more People to Become Entrepreneurs is bad Public Policy. *Small Business Economics* 33(2): 141-149.
- Sørheim, R. and H. Landström (2001). Informal Investors - A Categorization, with Policy Implications. *Entrepreneurship & Regional Development* 13(4): 351-370.
- Strommer, S. P., G. Lipper and D. Sandler (2006). Seed and Venture Capital: State Experiences and Options. The National Association of Seed and Venture Funds, report available at http://www.tntechology.org/uploads/files/NASVF_Report_on_State_Capital_Programs-1.pdf
- Suret, J.-M. (1990). Les initiatives québécoises dans le domaine de la capitalisation des entreprises: Le point de vue des investisseurs. *Canadian Public Policy* 16(3): 239-251.
- United Nations (2009). Policy Options and Instruments for Financing Innovation Economic Commission for Europe, United Nation Publication, Available at: <http://www.unece.org/fileadmin/DAM/ceci/publications/fid2.pdf>
- Wang, S. (2009). Financing Innovative Small and Medium-Sized Enterprises in Canada. Working Paper, Small Business Tourism Branch, Industry Canada, <http://www.nipissingu.ca/research/downloads/CanadaDataInnovationProfile.pdf>
- Williams, J. (2008). Tax Credits and Government Incentives for Angel Investing in Various States. Belmont University Working Paper, Available at : <http://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Public%20Policy/State/Tax%20Credits%20-%20Jeffrey%20Williams.pdf>
- Wong, A., M. Bhatia and Z. Freeman (2009). Angel Finance: the Other Venture Capital. *Strategic Change* 18(7-8): 221-230.

ANNEXE 1 : PROGRAMMES INSTAURÉS AUX ÉTATS-UNIS

N°	État et Programme	Crédit	Limite du crédit, appliquée au programme (P), à l'investisseur (I) ou à l'entreprise (F). M = million ; \$ = US dollars.	Entreprise éligible	Investisseur éligible	Cédule de réclamation des Crédits
1	Arizona (1996-2016) Small Business Capital Investment Tax Incentive Program (Ariz. Rev. Stat. § 41-1518 as amended in 2011)	30% 35% dans le cas des biotech	P : 20 M \$ de crédit de 2006 à 2011 I : Investissement maximal de 250 000 \$ par an (Investissement minimal de 25 000 \$)	Société en démarrage (<i>early-stage</i>), actif net de moins de 10 M\$ (en 2012). À partir de juillet 2011, elle peut être impliquée dans le commerce, la restauration, l'immobilier, les services, les ressources naturelles ou l'investissement.	Particulier et entreprise (<i>LLCs, Sub-Chapter S corporations</i> ou <i>partnerships</i>)	Trois ans (10% de crédit par an) et report en avant possible pendant trois ans
2	Arkansas (2007-2019) Equity Investment Tax Credit Incentive Program (Ark. Code Ann. §15-4-3303 amendé 2011)	33,3%	P : 6,25 M \$ de crédit par an I : 50% de l'impôt à payer	Entreprise recevant un financement en action d'un fonds ciblant le démarrage (<i>early-stage</i> et <i>start-up</i>)	Particulier et entreprise	Report en avant possible pendant 10 ans
3	Colorado (2009-2010) Colorado Innovation Investment Tax Credit (Colo. Rev. Stat § 24-48.5-112 and 39-22-532)	15%	P : 750 000 \$ de crédit par an I : crédit maximal de \$20 000 par an (investissement minimal de 25 000\$)	Entreprise aux revenus inférieurs à 2 M\$ et à l'actif total inférieur à 5 M\$	Particulier et entreprise (<i>LLCs, partnership, S corporation</i> ou autres sauf <i>C corporation</i>)	Report en avant possible pendant 5 ans.
4	Connecticut (2010-2019) Connecticut Angel Investor Tax Credit Conn. Law §15 (L. 2010, Pub. Act 10-75)	25%	P : 6 M \$ de crédit par an (2011 et 2012), 3 M \$ ensuite I : investissement minimal de 100 000 \$ et crédit maximal de 250 000 \$ pour toutes les années	Entreprise de bioscience, nouveaux matériaux, photonique, technologie de l'information, technologie propre ou émergente. Revenus inférieurs à 1 M US\$, moins de 25 employés, dont 75% résident au Connecticut.	Investisseur qualifié (SEC) seul ou en groupe, détenant moins de 50% de l'entreprise, n'étant pas une société de capital de risque, un établissement bancaire, d'assurance ou un trust.	Report en avant possible pendant 5 ans.
5	Georgie (2011-2013) Angel Investor Tax Credit House Bill 1069 de juin 2010	35%	P : 20 M\$ par an I : crédit maximal de 50 000 \$ par année	Société agréée de Georgie, techno. ou manufacturière, moins de : 3 ans, 20 employés, 500 000 \$ de revenus, 1 M\$ de capital, Secteurs exclus : commerce de détail, immobilier, services, jeux, ressources naturelles, finance et assurance	Investisseur qualifié (SEC) résidant en Georgie ou entité transparente de moins de 5 M\$ de capital et sans activité	Crédit obtenu après la seconde année suivant l'année de l'investissement. Report en avant possible pendant 5 ans.

6	Hawaii (1999-2010) Hawaii High Technology Business Investment Tax Credit (Haw. Rev. § 235-110. 9 Act 178 of 1999 amended by Act 221 of 2001 and Act 215 of 2004)	100% sur 5 ans, 35% an 1, 25% an 2, puis 20%, 10%, 10%	I : 2 M \$ d'investissement maximal par an Programme fermé en 2010	Entreprise dont plus de 50% des activités sont de la recherche admissible (dont 75% est menée à Hawaii) et dont plus de 75% des bénéfices (provenant des produits vendus, fabriqués ou produits à Hawaii) sont dérivés de la recherche admissible.	Particuliers via un fonds (LLC or <i>Partnership investment entities</i>)	Les crédits non utilisés peuvent être reportés en avant indéfiniment.
7	Illinois (2011-2016) Illinois Angel Investment Tax Credit Program (P.A. 96-939)	25%	P : 10 M \$ de crédit par an I : investissement maximal de 2 M \$ par an	Entreprise de moins de 100 employés, impliquée dans l'innovation; potentiel de créer des emplois ou d'investir dans l'État	Individus et Entreprises (<i>corporation, partnership, LLC</i>)	Report en avant possible pendant 5 ans. Investissement doit être détenu 3 ans.
8	Indiana (2003-2012) Indiana Venture Capital Investment Tax Credit (Ind. Code § 6-3. 1-24)	20%	P : 12,5 M \$ de crédit par an I : 1 M \$ de crédit par an	Entreprise de moins de 10 M\$ de revenus, dont 50% des employés vivent en Indiana, de R&D, course automobile, transfert technologique ou à base économique	Tout contribuable	Report en avant possible pendant 5 ans. Investissement doit être détenu 3 ans.
9	Iowa (2002-) Iowa Angel Tax Credit Program (Iowa Code §§15 E.41 through 15 E.46; House File 2271 et 688)	20%	P : 2 M \$ de crédit par an. (adoption par le Sénat du HF 688 le 11 mai 2011, amendement en cours). I : 50 000 de crédit par entreprise, 5 entreprises maximum par année.	Entreprise de 6 ans ou moins, actif net inférieur à 5 M \$US, dirigeant expérimenté ou formé Secteur autre que le commerce de détail, l'immobilier, les services professionnels et de santé . avoir de 250 000\$ au moins dans les deux ans de l'investissement	Particulier et entreprises (<i>partnership, LLC, S corporation, estate or trust</i>)	Crédit obtenu 3 ans après l'année de l'investissement; report en avant possible pendant 5 ans ensuite
10	Kansas (2005-2016) Angel Investors Tax Credit (Kan. Stat. Ann. § 74-8131)	50%	P : 6 M \$ par année jusque 2016 F : investissement maximal de 50 000 \$ par entreprise par an. I : 250 000 \$ de crédit par an	Société biotechnologiques, de technologie de l'information ou autre secteur technologique de moins de 10 ans, moins de 5 ans pour autres (pas de services, construction, banques...). Moins de 5 M \$US de revenus Société doit être agréée par une agence (KTEC)	Investisseur qualifié (<i>accredited investor</i> selon la SEC) et entreprise de gestion d'investissement; enregistrement des anges auprès KTEC	Report en arrière pour trois ans, et en avant indéfiniment
11	Kentucky (1998-maintenant) Kentucky Investment Fund Tax Credit	40% de crédit lors du placement	I : montant des crédits disponibles pour un fond doit être inférieur à 8 M \$ pour tous	50% des actifs, opérations et employés sont au Kentucky; Actif net inférieur à 5 M \$US ou	Fonds de 500 000\$ au moins, avec au moins 4 investisseurs non	Crédit disponible l'année suivant l'investissement;

	(Ky. Rev. Stat. §§154. 20-250 – through 154. 20-284)	dans un fonds approuvé	les investisseurs et toutes les années. Un investisseur ne peut pas réclamer plus de 50% du crédit annuel disponible F : investissement dans une entreprise doit être inférieur à 30% du capital du fonds	10 M\$ US si techno (<i>knowledge-based</i>) ou bénéfice net à chacune des deux années précédentes moins que 3 M\$ US, pas plus de 100 employés Tous secteurs sauf finance, assurance, développement commercial ou résidentiel, religion, exploration pétrolière ou gazière, commerce de détail	affiliés, aucun n'a plus de 40% du fonds. Particuliers ou entreprises (incluant institutions financières ou assurance)	Reportable en avant possible pendant 15 ans
12	Louisiane (2005-2009 , amendements en cours pour devenir le Angel Investor Rebate Program (La. Rev. Stat. §§47:6020 through 47:6020.) Texte présenté au Sénat le 13 juin 2011	35%	P : 5 M\$ de crédit par an I : Investissement maximal de 1 M\$ par an et par entreprise, et 2 M\$ au total par entreprise	Entreprise située en Louisiane et agréée par le ministère du développement économique. Plus de 50% des ventes proviennent d'en dehors de la Louisiane. Secteur autre que commerce de détail, immobilier, services, jeux, ressources naturelles ou finance (dont fonds de capital de risque).	Investisseur qualifié (<i>accredited investor SEC</i>)	Crédit (<i>rebate</i>) payable dans les 5 ans, divisé en montants égaux. Investissement doit être détenu 3 ans. Premier paiement 24 mois après date d'agrément de l'investissement.
13	Maine (1988-Maintenant) Seed Capital Tax Credit (Me. Rev. Stat. Ann. 36 § 5216-B)	40% et 60% pour un investissement dans une zone à fort taux de chômage.	I : Investissement maximal de 500 000 \$ par entreprise. Crédit doit être inférieur à 50% de l'impôt dû. F : Investissement maximal de 5 M\$ par entreprise	Entreprise du Maine, ventes annuelles brutes inférieures à 3 M\$, qui doit soit être une entreprise manufacturière ou avoir 60% des revenus provenant de l'extérieur du Maine ou être une entreprise technologique ou apporter du capital permanent important dans le Maine. Investissements utilisés pour actifs, recherche ou fonds de roulement	Particulier (incluant personne détenant moins de 50% de l'entreprise recevant l'investissement) et fonds de capital de risque (investisseur ne peut pas fournir plus de 1 M\$ par fonds par période de 3 ans consécutifs)	Investissement doit être maintenu 5 ans. Crédit pris par tranche de 25% par à partir de l'année de l'investissement. Report en avant jusque 15 ans.
14	Maryland (2005-n/a) Biotechnology Investment Tax Credit (Md. Code Ann. §10-725) Programme financé pour 2012	50%	P : 6 M\$ de crédit par an (2006), 8 MS (2012) I : Crédit maximal de 250 000 \$ par an. Investissement minimal de 25 000 \$ pour un particulier et 250 000 \$ pour une entreprise ou un fonds (source).	Entreprise du Maryland de biotechnologie, agréée par le ministère du développement économique, de moins de 10 ans, de moins de 50 employés et dont les actions ne sont transigées sur aucune bourse	Particulier, entreprise ou fonds de capital de risque	Crédit obtenu l'année de l'investissement, tout ou partie du crédit remboursé si il excède le montant d'impôt dû.

15	Michigan (2010-2013) Small Business Investment Tax Credit	25% de crédit, sur une période de a 2 ans	P : 9 M\$ par an I : crédit maximal de 250 000 \$ par an. Investissement minimal de 20 000 \$	Entreprise en démarrage à potentiel de forte croissance, moins de 100 employés dont la majorité au Michigan, valeur pré-money inférieure à 10 M\$ US, moins de 5 ans, secteur autre que commerce de détail, hôtel, restaurant, immobilier, transport, bâtiment.	Particulier ou compagnie investissant avec ou par le biais d'un investisseur en capital de risque ou d'un groupe d'anges enregistré, non relié aux propriétaires ou employés de l'entreprise	Report en avant possible pendant 5 ans.
16	Minnesota (2008-Maintenant) Seed Capital Investment Credit (Minn. Stat. §§290.06, subd. 35; 116J.873)	45%	I : Crédit maximal de 112 500 \$ par an.	Société agréée opérant principalement dans l'une des 5 villes à la frontière du Minnesota, dont la croissance et la rentabilité reposent sur l'innovation, la R&D, ajoutant de la valeur à un produit, procédé, ou service, majorité des employés au Minnesota		Report en avant possible pendant 4 ans.
17	Minnesota (2010-2015) Angel Investment Tax Credit (2010 Minn. Sess. Laws Chapter 216) (Minn. Stat. §§290.0692; 116J.8737)	25%	P : 12 M\$ crédit par an entre 2012 et 2014 I : crédit maximal de 125 000 \$ par an, donc investissement maximal de 500 000 \$. Investissement minimal de 10 000 \$ par un particulier (30 000 \$ par un fonds d'au moins 3 membres). F : 4 M\$ d'investissement	Entreprise du Minnesota, moins de 10 ans, agréée, innovante technologiquement, moins de 25 employés, dont 51% dans l'État, capital-actions inférieur à 4M \$US. Secteurs exclus : finance, immobilier, assurance, conseil, commerce de gros et de détail, transport, construction, éthanol et pratiques professionnelles	Particulier investisseur qualifié (SEC reg D), agréé par le ministère, ne recevant pas plus de 50% de son revenu brut de l'entreprise. Investissement possible via un fonds agréé et par un non résident.	Remboursable; investissement doit être maintenu pendant 3 ans ; rapport à fournir pendant 3 ans
18	Nebraska (approuvé le 14 mai 2011) Angel Investment Tax Credit (LB389 et amendement)	40% en 2011 et 2012, 35% ensuite	P : 3 M\$ par an jusque 2017 I : maximum de 300 000 \$ de crédit, investissement minimal de 25 000 \$ par un particulier et 50 000 \$ par un fonds F : 1 M\$ par an	Entreprise technologique du Nebraska agréée par le ministère, de moins de 25 employés, dont 51% au moins des employés et des salaires totaux sont basés au Nebraska. Secteurs exclus : conseil, loisir, hébergement, pratiques professionnelles	Particulier, trust ou entité transparente agréés par le ministère. Sont exclus : particulier contrôlant plus de 50% de l'entreprise, société de capital de risque et institutions financières	Remboursable; Investissement doit être maintenu pendant trois ans, rapport à fournir tous les ans

19	New Jersey (2011) New Jersey Angel Investor Tax Credit - S-2454, continuation du High-Tech. Bus. Investment Tax Credit (1999-2010) (N.J. Rev. Stat. §54:10A-5.28 et seq)	10%, limited to 50% de l'impôt total	P: 25 M\$ I: 500 000 \$ de crédit maximal pour chaque investissement par année. Le gouverneur Christie a mis son veto à ce projet (et à 13 autres projets). En discussion.	Entreprise aux dépenses de recherche agréées payées ou engagées pour des recherches conduites dans l'État et ayant moins de 225 employés dont 75% résident au New Jersey	Tout contribuable	Report en avant possible pendant 15 ans
20	New York (1999-Maintenant) Qualified Emerging Technology Companies N.Y. Tax Law §606(r)	10% si détention de 4 ans, ou 20% si 9 ans	I: Crédit maximal total de 150 000 \$ pour toutes les années si taux de 10% et de 300 000 \$ si taux de 20%.	Société aux ventes annuelles de 10 M\$ ou moins, dont soit le principal produit ou service est technologique, soit la R&D est faite dans l'État et le ratio R&D/ventes nettes dépasse la moyenne. Technologique inclut: fibres optiques, équipements robotiques, microprocesseurs, instruments scientifique et médical, production informatisée	Particulier ou société, possédant moins de 10% de l'entreprise	Report en avant possible indéfiniment.
21	Nouveau Mexique (2007-2011) Angel Investment Tax Credit (N. M. Stat. § 7-2-18. 17)	25%.	I: Crédit maximal de 25 000 \$	Entreprise manufacturière ou de recherche en haute technologie au Nouveau-Mexique, 100 employés ou moins, aux revenus bruts de 5 M\$ US ou moins.	Tout contribuable non rémunéré par l'entreprise pour des services qui lui sont fournis.	Report en avant possible pendant trois ans.
22	North Carolina (2002-Maintenant) Qualified Business Investment Tax Credit (N. C. Gen. Stat § 105-163. 010)	25%	P: 7,5 M\$ par an I: 50 000 \$ de crédit maximal par an.	Entreprise qualifiée, moins de 5M\$ de ventes ou constituée dans l'année, secteur manufacturier, traitement, entreposage, grossiste, R&D et service. Secteurs exclus : immobiliers, services, jeux, finance, loisirs et bâtiment.	Particulier et entité transparente (<i>S corporations, limited partnership, LLC</i>)	Report en avant possible pour 5 ans.
23	North Dakota (1989-Maintenant) Seed Capital Investment Tax Credit (N. D. Cent. § 57-38. 5)	45%	P: 3,5 M\$ I: 112 500 \$ de crédit par an et 500 000 \$ d'investissement par entreprise par année.	Société nouvelle agréée non agricole, non REIT, du Nord Dakota, ajoutant de la valeur à un produit avec la connaissance ou le travail, pour créer de la « nouvelle richesse », majorité des employés résident dans l'État.	Un particulier ou une entreprise (<i>estate, trust, partnership, corporation ou limited liability company</i>)	Report en avant possible pendant 4 ans

24	Ohio (1996- Maintenant) Ohio Technology Investment Tax Credit (Ohio Rev. Code § 122. 152)	25% ou 30% si investissement en zone défavorisée	P: 45 M\$ I: Crédit Maximal de 62 500 \$ soit 250 000 \$ d'investissement (90 000 \$ si zone défavorisée, soit 300 000 \$ d'investissement) F: jusque 1,5 M\$ million d'investissement.	Entreprise agréée de l'Ohio, 50% des actifs et des employés en Ohio, revenus brut ou actif net inférieurs à 2,5 M\$, impliquée principalement en R&D, transfert de technologie, biotechnologie, technologie de l'information ou l'application d'une nouvelle technologie. Secteurs exclus : pratiques professionnelles, finance, assurance, fermes, restauration, hébergement, soins de santé et ressources naturelles.	Investisseur agréé par le ministère, contribuable en Ohio, n'étant ni un dirigeant (ou sa famille) de l'entreprise ni un initié (détenant 5% ou plus du capital).	Report en avant possible pendant 15 ans. L'investissement doit être maintenu 3 ans.
25	Oklahoma (2001-2012) Small Business Capital Credit (Okla. Stat. 68 § 2357. 63a)	20% du montant investi dans la SBCC	I : Crédit obtenu quand la Small business Capital Company (SBCC) a investi les fonds, et seulement au prorata des fonds investis; pas d'autre limite	Entreprise dont 50% des employés ou des actifs sont en Oklahoma. Secteur exclus : pétrole et gaz, immobilier, commerce de gros ou de détail, ferme, ranch, finance.	Particuliers ou entités transparentes investissant dans des fonds (SBCC) ayant au moins 1 M\$ US capitalisation	Report en avant 10 ans sous certaines conditions.
26	Pensylvanie (2011-2021) Angel Tax Credit HB 1503 Amendement en cours ; renvoyé au comité de la chambre des représentants le 10/05/2011.	25%	P: 3 M\$ par an F : 1 M\$ d'investissement	Entreprise de moins de 7 ans, de moins de 100 employés dont 51% au moins résident en Pennsylvanie, basée sur la commercialisation d'une propriété intellectuelle brevetée	Particuliers, réseaux de particuliers, entité transparente	Report en avant possible pendant 7 ans.
27	Rhode Island (2006-2016) Innovation Tax Credit (R. I. Gen. Laws § 44-63-2)	50%	I : Crédit maximal de 100 000 \$ P : 1 M\$ de crédit par deux ans	Société agréée, moins de 1M\$ de revenus bruts. Secteurs autorisés : Biotechnologies; communication et technologies de l'information; Services financiers, production pour la marine ou la défense; services professionnels, techniques et d'éducation; Production et design de biens de production ou de consommation	Particulier et entreprise, incluant les dirigeants et employés (pas plus de 10 dirigeants)	Report en avant possible pendant 3 ans.
28	Caroline du Sud (amendement en cours) South Carolina Angel	25%	P: 3 M\$ de crédit par an I: Crédit maximal de 100 000 \$ par an.	Entreprise agréée, moins de 5 ans, moins de 25 employés, revenus bruts inférieurs à 2 M\$	Investisseur qualifié (selon la SEC) ou une entité transparente de	50% du crédit déductible l'année de l'investissement

	Investment Act H.3044 or H.3270			Secteurs autorisés : traitement (processing), manufacturiers, , entreposage, grossiste, développement de logiciel, technologies de l'information et R&D. Secteurs exclus : immobiliers, services professionnels, ressources naturelles, finance, jeux et loisirs.	détention de titres (moins de 5 M\$ US de capitalisation sans investisseur institutionnel)	et 50% reportable en avant pendant 10 ans.
29	Tennessee (2011 – 2015 Amendement en cours) Hall Income Tax (HIT) credits for angel investors House bill 1396 http://www.capitol.tn.gov/Bills/107/Fiscal/HB1396.pdf renvoyé au sous comité des finances le 18/05/2011.	35% (10-100 000 \$), 50% (100 000\$ et plus)	P: 10 M\$ par an de crédit entre 2011 et 2013; 5 M\$ après I : Crédit maximal de 250 000 \$ par an. F : 2 M\$ d'investissement	Entreprise agréée, de moins de 7 ans, de moins de 100 employés, dont 60% résident au Tennessee, aux revenus inférieurs à 1 M\$ US. Secteurs exclus : services professionnels, bancaires ou de prêt, immobilier, assurance, pétrole et gaz ou jeux.	Ange investisseur : investisseur qualifié selon la SEC, cherchant une implication active, tel le conseil ou l'accompagnement, dans une entreprise du Tennessee. Non relié à l'entreprise, ni une banque ni une société de capital de risque. Agréé sur la base d'une documentation suffisante pour démontrer que l'investisseur est un ange.	Reportable en avant possible pendant 5 ans
30	Virginie (1999-Present) Qualified Equity and subordinated Debt Investment Credit. (Va. Code § 58. 1-339. 4)	50%	P: 3 M\$ par an. I: Crédit maximal de 50 000 \$ par an	Entreprise ayant des revenus bruts de moins de 3 M\$, ayant levé moins de 3 M\$ de capital au total, secteur : technologie de l'information, manufacturier, biotechnologie, électronique, technologie de l'énergie, de l'environnement, médicale, nano technologies ou autres domaines similaires	Particuliers ou <i>fiduciary taxpayers</i> , non employés ou rémunérés pour leurs services par l'entreprise.	Reportable en avant possible pendant 15 ans.

31	Virginia de l'Ouest High Growth Business Investment Tax Credit (W.Va. Code §11-13U-1 et seq) Amendement en cours ; déposé le 15/02/2011	50%.	P : 1 M\$ de crédit par an. F : 1 M\$ d'investissement par an I : 50 000 \$ de crédit par an	Société R&D agréée, dans l'État, aux revenus bruts annuels inférieurs à 20 M\$ et salaires annuels inférieurs à 2,5M\$. Amendement étend le crédit aux entreprises en démarrage non R&D (<i>start-up, early stage, growth oriented</i>), limite les revenus à 5 M\$ et les salaires à 1,5 M\$.	Particulier ou entreprise (société, LLC ou <i>partnership</i>) agréé par le ministère.	Reportable en avant possible pendant 4 ans.
32	Wisconsin (2005-Present) Angel Investor Tax Credit (Wis. Stat § 71-. 07(5d))	25%	P: 6,5 M\$ en 2010 et 20 M\$ par an ensuite F: 8 M\$ d'investissement au total.	Entreprise du Wisconsin agréée, moins de 10 ans, moins de 10 M\$ de capital-actions, moins de 100 employés, dont 51% résident au Wisconsin et 80% des salaires leur sont versés, ayant le potentiel de créer de l'emploi. Secteur technologique (biotech, santé, TI or nano) ou manufacturier, agriculture, traitement ou assemblage de produit faisant de la R&D. Secteurs exclus : immobilier, assurance, banque, prêts, lobbying, conseil en politique, services professionnels des avocats, comptables, conseils d'entreprises, soins de santé, commerce de détail ou de gros, hébergement, loisir, transport ou bâtiment.	Investisseurs qualifiés (selon le <i>Department of Commerce</i>) ou réseau d'anges.	Reportable en avant possible pendant 1 an.
États-Unis						
	États-Unis (Amendement en cours) American Opportunity Act of 2011 S 256 Projet déposé le 2 février 2011 Renvoyé au Comité des finances du Sénat Américain.	25%	P : Crédit maximal de 500 M\$ pour chaque année de 2011 à 2015	Petite entreprise de haute technologie, de moins de 5 ans, avec moins de 100 employés à temps plein, dont plus de 50% aux États-Unis	Investisseur qualifié (selon la SEC), réseau d'anges ou fond d'investisseurs; investissement en actions	Reportable en avant possible jusque 2020

ANNEXE 2 : PROGRAMMES INSTAURÉS EN DEHORS DE L'AMÉRIQUE DU NORD

N°	État et Programme	Crédit	Limite du crédit, appliquée au programme (P), à l'investisseur (I) ou à l'entreprise (F). M = millions.	Entreprise éligible	Investisseur éligible	Cédule de réclamation des Crédits
1	France (2007, plusieurs modifications) Investissements dans le capital des PME Loi Tepas	Impôt des particuliers : 25% ou Impôt sur la fortune (ISF) : 75%	Impôt des particuliers : limite de annuelle de crédit de 20 000 €; ISF : limite de 50 000 €	Sociétés non cotées, employant de 2 à 250 salariés, un chiffre d'affaires et actif total inférieurs à respectivement 50 M. euros et 43 M. euros. Les titres doivent être détenus 5 ans	Particuliers	Possibilité de répartir la réduction sur plusieurs années si l'investissement excède la limite.
2	Irlande Employment and Investment Incentive (2011 - Business Expansion Scheme (1984-2010)	30% + 11% après 3 ans si création d'emploi ou augmentation R&D	P : Coût prévu de 20 à 37 M€ I : 250 000 € d'investissement max par an F : 2,5 M€ par an, 10 M€ à vie	Actif inférieur à 10 M€, moins de 50 employés Secteurs autres que financier, immobilier, hôtellerie et services professionnels.	Particuliers	Détenir les titres pendant 3 ans
3	Israël (2011-2015) Angels' law	44%, sur la base du taux marginal maximal d'impôt	I : déduction des revenus imposables de 100% des investissements entre 25 000 et 10 MS. Maximum déductible de 5 MS par investisseur et par société	Société privée non cotée, High-Tech, incorporée et gérée en Israël, 75% des montants reçus doivent être investis en R&D. Pendant les 3 ans, 75% des dépenses de R&D effectuées en Israël et les dépenses de R&D représentent au moins 70% des dépenses totales. Revenus inférieurs à 50% des dépenses de R&D l'année et l'investissement et la suivante. Dépenses de R&D doivent créer un actif intangible pour l'entreprise.	Particuliers achetant de nouvelles actions.	Trois ans : l'année de l'investissement et les deux années subséquentes
4	Japon (2008-) Angel Tax System	40% sur la base du taux marginal maximal d'impôt	Déduction de 100% de (montant investi – 5000 Y) des revenus imposables. I : Déduction maximale du plus faible entre 40% du revenu total et 10 MY	Société établie dans les 3 dernières années satisfaisant certaines conditions spécifiques.	Particulier. Choix de cette mesure ou de celle relative aux gains en capital (annexe 4).	

5	Portugal (2011-) Qualified venture capital investors tax credit	20%	15% de l'impôt à payer	Exclusion de certains secteurs (immobilier, finance) et des entreprises liées	Anges certifiés	
6	Royaume-Uni (1994) Enterprise Investment Scheme	20%; 30% à partir d'avril 2011	I : 500 000 £ d'investissement par an; 1 M£ à partir d'avril 2012	Société non cotée (sauf si cotée sur AIM et PLUS), non contrôlée par une autre société, indépendante, avec actif brut de moins de 7 M£ (15 M£ à partir d'avril 2012) avant l'investissement, et moins de 50 employés (250 après avril 2012)	Particuliers, investissement direct ou via un fonds EIS	Report en arrière d'un an possible, détenir les titres pendant 3 ans.
7	Singapour (2010-2015) Angel Investors Tax Deduction Scheme	50%	I: investissement de 500 000 \$ maximal par an, minimal 100 000 \$	Société privée de Singapour, exploitée à Singapour, actions non cotées, moins 3 ans. Secteurs exclus : activités illégales, indésirables, spéculatives, gestion d'investissement ou immobilier.	Particulier agréé par SPRING, devant démontrer sa capacité à faire croître l'entreprise, non relié à l'entreprise (moins de 25% des actions)	Déduction vient en moins du revenu à la fin de la seconde année de détention des titres. Pendant 2 ans : détenir les titres et être membre du conseil d'administration

ANNEXE 3 : PROGRAMMES INSTAURÉS AU CANADA

N°	État et Programme	Crédit	Limite du crédit, appliquée au programme (P), à l'investisseur (I) ou à l'entreprise (F). M = millions. \$ = \$ canadien	Entreprise éligible	Investisseur éligible	Cédule de réclamation des Crédits
1	Colombie Britannique (2007) Eligible Business Corporation (RSBC 1996 Chapter 429, sec 28.3)	30%	P : 6,8M\$ de crédit par an I : 60 000 \$ F : 5 M\$	Société de moins de 100 employés, dont 75% des salaires et 80% des actifs en Colombie-Britannique au moins, 25 000 \$ de capital au moins, principalement engagée dans la fabrication ou le traitement ou l'exportation de biens à valeur ajoutée, le tourisme local, la R&D, le développement de produits interactif multimédia ou participer à la diversification économique hors de la région métropolitaine.	Particulier ou société, sans lien de dépendance avec l'entreprise	Report en avant pendant 4 ans. Les titres doivent être détenus 5 ans.
2	Manitoba (2008-2013) Small Business Venture Capital Tax Credit - (formerly the Community Enterprise Investment Tax Credit) s. 11.13-11.17 of The Income Tax Act (Manitoba) et Règlement 181/2007	30%	P : 33 M\$ I: Crédit maximal de 135 000 \$ par an, dont 45 000 \$ peuvent être déduits l'année de l'investissement F : 5 M\$	Société fermée sous contrôle canadien, ayant 25 000 \$ de capital au moins, avec moins de 15 M\$ de revenus bruts ou moins de 50 employés, dont 25% résident au Manitoba; Secteurs exclus : services professionnels et autres, immobilier, ressources naturelles, restaurants et loisirs.	Particulier ou entreprise	Report en avant 10 ans.
3	Nouveau-Brunswick (2003-) Small Business Investor Tax Credit Program Chapter S-9.05 11 avril 2003	30%	I : Crédit maximal de 80 000 \$ par an (depuis 2009), investissement minimal 1000 \$, et maximal de 250 000 \$ F : investissement minimal de 10 000 \$ par au moins 3 personnes	Société fermée agréée du Nouveau-Brunswick, dont l'actif net tangible est inférieur à 40 M\$, payant 75% des salaires à des résidents du Nouveau-Brunswick.	Particulier de 19 ans au moins, possible via un trust	Report en arrière pendant 3 ans et en avant pendant 7 ans. Titres doivent être détenus 4 ans.

4	Nouvelle-Écosse (2005-) Equity Tax Credit (ETC) S.N.S. 1993, c. 3 O.I.C. 94-86 (February 2, 1994), N.S. Reg. 18/94 as amended up to O.I.C. 2005-54 (February 11, 2005) , N.S. Reg. 17/2005	35% (depuis 2010)	I : crédit maximal annuel de 17 500 \$ F : au moins 3 personnes investissent	Société de Nouvelle-Écosse agréée et active, de moins de 25 M\$ d'actif ou de revenus, au moins 25% des salaires à des résidents de Nouvelle-Écosse.	Tout résident âgé de 19 ans et plus	Report en arrière pendant 3 ans et en avant pendant 7 ans. Titres doivent être détenus 5 ans.
5	Terre-Neuve (2000 -) Direct Equity Tax Credit Income Tax Act, 2000 (O.C. 2001-255)	20 ou 35% selon les régions	I : crédit maximal de 50 000 \$ par an F : investissement maximal de 700 000 pour toutes les années	Société fermée de Terre-Neuve, avec 25 000 \$ de capital au moins, dont l'actif est inférieur à 20 M\$, qui emploie moins de 50 personnes. Secteurs ciblés : technologies, R&D, aquaculture, foresterie et agro-alimentaire, manufacturier, tourisme et activités culturelles. Secteurs exclus : commerce, alimentation, services, immobiliers, ressources naturelles et finance.	Tout résident âgé de 19 ans et plus	Report en arrière pendant 3 ans et en avant pendant 7 ans. Titres doivent être détenus 5 ans.
6	Yukon (1999-) Small Business Investment Tax Credit (YSBITC)	25%	P : 1 M\$ par an I : crédit maximal de 25 000 \$ par an	Société fermée opérante, excluant le secteur immobilier et les pratiques professionnelles, ayant un établissement permanent au Yukon. L'entreprise doit déclarer des revenus, avoir 50% de ses actifs au moins au Yukon, payer 50% des salaires au moins à des résidents du Yukon, avoir une capitalisation totale inférieure à 25 M\$.	Tout résident âgé de 19 ans et plus	Report en arrière pendant 3 ans et en avant pendant 7 ans.

ANNEXE 4 : PROGRAMMES À LA SORTIE ET DE DÉDUCTION

N°	État et Programme	Crédit	Limite du crédit, appliquée au programme (P), à l'investisseur (I) ou à l'entreprise (F). M = million ; \$ = US dollars.	Entreprise éligible	Investisseur éligible	Cédule de réclamation des Crédits
Exemples d'incitatifs sélectifs basés sur le gain en capital						
1	Australie (1999) Small business concessions The small business 15-year exemption (SB15y) The small business retirement exemption The small business 50% active business reduction	Gains exempté totalement Gain exempté 50% de réduction du gain en capital	I : les titres doivent avoir été détenus continuellement pendant 15 ans au moins I : pour les premiers 500 000 \$ de gain en capital, à vie	Partnership, société ou trust opérant, ayant des ventes de moins de 2 M\$ ou un actif net de moins de 6 M\$	Particulier de 55 ans ou plus, prenant sa retraite Particulier non admissible au SB15y Particulier non admissible au SB15y	N/A
2	Canada (2007) Exonération cumulative des gains en capital	Exemption du gain en capital pour les petites entreprises	I : Pour les premiers 750 000 \$ de gains en capital sur les actions admissibles de petites entreprises, à vie.	Société privée sous contrôle canadien dont la totalité ou presque de la juste valeur marchande des éléments d'actifs est utilisée principalement dans une entreprise exploitée activement principalement au Canada.	Actions détenues pendant deux ans de façon continue avant la disposition	N/A
3	États-Unis (1993) Section 1202: Gains on the sale of Small Business Stock	50% de baisse de la base de l'impôt sur le gain en capital, 75% en 2009 et 2010	I : Cette exclusion est <u>limitée</u> au moindre de 10 M\$ ou 10 fois le coût de base des actions.	C corporation, autre que une <i>regulated investment company</i> , un <i>real estate investment trust</i> , un <i>real estate mortgage investment conduit</i> , un <i>financial asset securization investment trust</i> , et une <i>cooperative</i> .	Exclusion disponible pour tout contribuable détenant des actions depuis plus de 5 ans dans une société éligible	N/A
4	États-Unis (2010) Small Business Jobs Act Extension de la Section 1202	Exclusion <u>temporaire</u> de 100% du gain en capital	I : Pour les actions acquises entre le 27/09/2010 et le 31/12/2011, un taux de 0% sera appliqué aux premiers 10 M\$ de gains lors de la revente des titres.	Entreprise agréée : une société dont les actions ne sont pas publiquement transigées, un <i>partnership</i> ou une entreprise indépendante, ayant 50 M\$ ou moins en revenus bruts annuels au cours des 3 années fiscales précédentes.	Exclusion disponible pour tout contribuable détenant des actions depuis plus de 5 ans dans une société éligible	N/A

5	Japon (2008) Angel Tax System	Gains réduits du montant investi	Au moment de l'investissement le montant investi est déduit des autres gains en capital de l'année	Société établie dans les 3 dernières années satisfaisant certaines conditions spécifiques	Particulier. Choix de cette mesure ou du crédit à l'entrée (annexe 2).	Lors de la vente, la perte est déductible pendant trois ans, à compter de l'année suivante.
6	Royaume-Uni (1994) Capital gain tax exemption	Exclusion du gain en capital de 100%	Exclusion du gain en capital pour les investisseurs en actions EIS; le crédit d'impôt EIS initial ne doit pas avoir été retiré.	Société non cotée (sauf si cotée sur AIM et PLUS), non contrôlée par une autre société, indépendante, avec actif brut de moins de 7 M£ (15 M£ à partir d'avril 2012) avant l'investissement, et moins de 50 employés (250 après avril 2012)	Particulier ayant reçu un crédit d'impôt EIS lors de l'achat des actions et ayant détenu ces actions pendant au moins trois ans.	N/A
7	Suède (2005) Exemption du gain en capital	Non-imposition des gains réalisés		Actions de sociétés fermées seulement		Pas de durée de détention minimale
Exemples de dispositions qui permettent le report de l'impôt sur les gains si le produit est réinvesti (<i>Rollover</i>)						
1	Australie (1999) Small business rollover	Report de l'impôt sur le gain en capital	Report de l'impôt lorsque le produit de la disposition est réinvesti en actifs admissibles du même type	Partnership, société ou trust opérant, ayant des ventes de moins de 2 M\$ ou un actif net de moins de 6 M\$	Particulier	Réinvestissement entre 1 an avant et 2 ans après la disposition
2	Canada (2007) Capital gains deferral for investment in small business	Report de l'impôt sur le gain en capital, au prorata du montant réinvesti	Report de l'impôt lorsque le produit de la disposition est réinvesti en actions ordinaires nouvellement émises d'une ou plusieurs autres sociétés admissibles exploitant une petite entreprise. Ces nouvelles actions doivent être conservées pendant 6 mois.	Réinvestissement dans une Société privée sous contrôle canadien dont la totalité ou presque de la juste valeur marchande des éléments d'actifs est utilisée principalement dans une entreprise exploitée activement principalement au Canada. Actif total inférieur à 50 M\$.	Particulier	Les nouvelles actions sont acquises au cours de l'année de la vente ou dans les 120 jours suivant la fin de l'année.
3	États-Unis (1993) Rollover of gains on qualified small business stock	Report de l'impôt sur le gain en capital	Impôt différé du gain en capital sur les actions de petites entreprises qualifiées détenues plus de 6 mois, si ce gain est réinvesti dans d'autres actions du même type d'entreprise	Corporation C (non financière, immobilière, coopérative), actif total de moins de 50 M\$, dont 80% est activement utilisé pour une activité qualifiée. Sont exclus : services professionnels, finance, assurance, agriculture, ressources naturelles, restauration et hôtellerie.	Particulier et entité transparente (<i>S corporations, limited partnership, LLC</i>)	Réinvestissement dans les 60 jours suivant la vente des actions

4	Italie (2009) Exemption d'impôt des gains en capital réalisés par des investisseurs privés (D.Lgs n. 112/2008 – art. 3; Circolare Agenzie delle Entrate n.15/E, 10/04/2009, “L'esenzione delle plusvalenze da start-up”)	Non-imposition des gains réalisés	I : maximum de 5 fois le coût (au cours des 5 années précédentes) des actifs tangibles et intangibles (en excluant les immeubles et en incluant les dépenses de R&D) au bilan de la société dont on vend la participation.	Entreprises ayant moins de 7 ans d'existence, qui ont investi. Le gain en capital doit être réinvesti dans une participation similaire dans une société incorporée depuis moins de 3 ans.	Particuliers	La participation doit avoir été détenue pendant 3 ans. Réinvestissement dans les deux ans.
5	Royaume-Uni (1994) Capital Gains Tax deferral relief	Report de l'impôt sur le gain en capital	Impôt sur le gain en capital (de n'importe quel actif) différé si le gain est réinvesti, pas de montant minimum ou maximal	Le gain doit être réinvesti en actions d'une compagnie EIS	Particuliers et certains fiduciaires	Réinvestissement entre 1 an avant et 3 ans après le gain
Exemples de programmes qui assurent partiellement les pertes en permettant leur déductibilité étendue						
1	Canada (2000) Perte au titre d'un placement d'entreprise (PTPE)	Déduction des pertes en capital du revenu imposable	Perte lors de la revente des titres, dont 75% est déductible contre l'ensemble des revenus.	Actions de société exploitant une petite entreprise. Société privée sous contrôle canadien dont la totalité ou presque de la juste valeur marchande des éléments d'actifs est utilisée principalement dans une entreprise exploitée activement principalement au Canada.	Particuliers ou fiducie	Revenus de l'année, des trois années précédentes et des 7 ou années subséquentes. Après cette période, la perte devient une perte en capital.
2	États-Unis (1993) Losses on Section 1244 (Small Business) Stock	Déduction des pertes en capital du revenu imposable	I : Perte maximale de 50 000 \$ par année (100 000 \$ pour un couple)	Actions acquises en espèces ou en nature, d'entreprises américaines opérantes, de moins de 1 million de dollars de capital, dont moins de 50% des revenus proviennent de royautés, rentes, dividendes, intérêt, annuités, ventes ou échanges de titres.	Particulier ou <i>Partner</i> dans un <i>Partnership</i> . Les actions doivent avoir été émises pour le particulier ou le Partner et conservées jusque la vente générant la perte.	Revenus de l'année de la perte
3	Royaume-Uni (1994) Share loss relief	Déduction des pertes en capital du revenu imposable	Les pertes réalisées sur les actions EIS, moins les crédits d'impôt obtenus, peuvent être utilisées pour réduire le revenu imposable.	Société non cotée (sauf si cotée sur AIM et PLUS), non contrôlée par une autre société, indépendante, avec actif brut de moins de 7 M£ (15 M£ à partir d'avril 2012) avant l'investissement, et moins de 50 employés (250 après avril 2012)	Particuliers et compagnies d'investissement	Revenus de l'année de la vente ou de l'année précédente

4	Singapour (2003) Enterprise Investment Incentive	Déduction des pertes en capital du revenu imposable	Déductions pour les pertes lors de la vente ou de la liquidation d'actions.	Société de Singapour approuvée par le gouvernement, au capital minimal de 10 000 \$ et maximal de 3 M\$, non cotée, exclusivement engagée dans des activités innovantes à forte croissance.	Particuliers ou sociétés ayant investi au moins 1 000 \$	Pertes encourues de 1 à 5 ans après l'acquisition des actions
---	---	---	---	---	--	---