

2011s-58

**Incitatifs fiscaux dédiés aux anges investisseurs :
une analyse critique des programmes
instaurés dans le monde**

Cécile Carpentier, Jean-Marc Suret

Série Scientifique
Scientific Series

Montréal
Septembre 2011

© 2011 *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 : une analyse critique des programmes instaurés dans le monde

Cécile Carpentier^{}, Jean-Marc Suret[†]*

Résumé

Dans cet article, les auteurs montrent pourquoi et comment de très nombreux gouvernements ont mis en place des incitatifs fiscaux dédiés aux anges investisseurs, qui financent des entreprises émergentes avec lesquelles ils n'ont pas de lien de dépendance. Les auteurs étudient également les conditions qui devraient être remplies pour que de tels programmes soient efficaces. Ils utilisent ces conditions comme une grille d'analyse de programmes types américains, européens, asiatiques et canadiens. Ils tirent enfin les leçons de cet exercice. Ces enseignements pourront être utiles au Canada, où de tels programmes existent déjà dans plusieurs provinces et sont à l'étude dans plusieurs autres. Le document est complété par des annexes qui décrivent sommairement la cinquantaine de programmes mis en place au cours des années récentes.

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

^{*} Professeure, Université Laval et Fellow CIRANO, email: Cecile.Carpentier@fsa.ulaval.ca

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

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	2
1 LES ANGES INVESTISSEURS.....	4
1.1 QUI SONT LES ANGES?	4
1.2 IMPLICATIONS.....	5
2 LES RECOMMANDATIONS EN MATIÈRE DE PROGRAMME D'AIDE AU FINANCEMENT	6
2.1 LE PROGRAMME DEVRAIT CIBLER UNE RÉELLE CARENCE DE MARCHÉ, BIEN IDENTIFIÉE	8
2.2 LE PROGRAMME DEVRAIT AVOIR DES OBJECTIFS CLAIRS ET PERMETTRE LA RENTABILITÉ	9
2.3 LIMITER LE POIDS ADMINISTRATIF DU PROGRAMME	10
2.4 LE PROGRAMMES DOIT TENIR COMPTE DES PROBLÈMES D'AGENCE	11
2.5 RENDRE POSSIBLE L'ÉVALUATION DU PROGRAMME ET ÉVALUER PÉRIODIQUEMENT	12
2.6 LES AUTRES RECOMMANDATIONS	12
3 LES PROGRAMMES AMÉRICAINS	13
3.1 VUE D'ENSEMBLE	13
3.2 UN PROGRAMME TYPE EN GEORGIE	14
3.2.1 <i>Le programme</i>	14
3.2.2 <i>Analyse du programme selon la grille d'analyse</i>	15
3.3 LES AUTRES ANALYSES DES PROGRAMMES AMÉRICAINS	16
3.4 CONCLUSION	17
4 LES PROGRAMMES EUROPÉENS ET ASIATIQUES.....	17
4.1 L'ENTREPRISE INVESTMENT SCHEME	17
4.1.1 <i>Le programme</i>	17
4.1.2 <i>Analyse selon la grille</i>	18
4.1.3 <i>Les autres évaluations de l'EIS</i>	19
4.2 L'EXPÉRIENCE PORTUGAISE.....	20
4.3 LE CAS DE SINGAPOUR	20
4.3.1 <i>Caractéristiques du programme</i>	21
4.3.2 <i>Analyse du programme</i>	21
4.4 CONCLUSION	22
5 LE CANADA	22
5.1 LE PROGRAMME EBC DE LA COLOMBIE BRITANNIQUE	23
5.1.1 <i>Le programme</i>	23
5.1.2 <i>Analyse du programme selon la grille</i>	24
5.1.3 <i>Les autres analyses du programme</i>	25
5.2 AUTRES PROGRAMMES AU CANADA	25
6 CONCLUSION : QUELQUES PISTES POUR UN PROGRAMME EFFICACE	26
BIBLIOGRAPHIE	29
ANNEXE 1 : PROGRAMMES INSTAURÉS AUX ÉTATS-UNIS.....	33
ANNEXE 2 : PROGRAMMES INSTAURÉS EN EUROPE ET EN ASIE.....	42
ANNEXE 3 : PROGRAMMES INSTAURÉS AU CANADA	43

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 (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 au 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 and 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 and 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. Nous avons repéré de tels programmes dans 32 États américains et à Singapour. Un projet a été déposé au niveau du gouvernement fédéral américain. Il en existerait dans la plupart des États européens (EBAN 2009; Mason 2009). Au Canada, des programmes ont été mis en place dans cinq provinces et un territoire. L'Association des anges canadiens mène une campagne active pour que des programmes de même nature soient mis en place au niveau fédéral et en Ontario.

¹ Le Conference Board situe le Canada au 14^{ème} rang sur 17 pays en matière d'innovation, en utilisant un indicateur composite. Voir Conference Board of Canada. 2011. Innovation Overview. Report available at <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.

Ajuster la fiscalité pour faciliter l'activité des anges est une demande récurrente des organismes qui représentent et regroupent ces investisseurs.² 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), la grande majorité des programmes destinés à promouvoir le financement des nouvelles entreprises ont été 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 scepticisme³.

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 anges⁴. L'étude comporte quatre 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. Nous passons en revue les divers programmes de nature fiscale mis en place, au niveau des États et du gouvernement fédéral américains (section 3), en Europe, en Asie (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

² 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>.

³ 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>

⁴ 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.

section deux et passons en revue, lorsqu'elles existent, les analyses antérieures de ces programmes. Dans la dernière partie, nous présentons les diverses avenues que les gouvernements pourraient choisir au Canada. Après avoir étudié une cinquantaine 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. Ce sont les seuls programmes d'incitatifs fiscaux destinés à favoriser l'activité des anges qui leur soient exclusivement dédiés.

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, rendus possible par leur statut préalable d'entrepreneur ou de gens d'affaires. Certains travaux distinguent des catégories d'anges et évoquent des anges financiers. Ces derniers n'ont pas les compétences pour aider au démarrage d'une nouvelle entreprise et ne s'impliquent pas dans la gestion (RAFT 2008).

La seule action d'investir dans une société fermée ne définit pas un ange investisseur, ni d'ailleurs son niveau de richesse ou de revenu. 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'affaire et les anges constituent un sous ensemble restreint des investisseurs qualifiés au sens des valeurs mobilières⁵. En 2009, aux

⁵ 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.

États-Unis, 12 000 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 (2008) 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 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.⁶ Selon DeGennaro et Dwyer (2010), les anges investisseurs aguerris qui opèrent en réseau se tirent mieux d'affaire que les investisseurs institutionnels. Le rendement espéré de ces anges, dont l'investissement médian est de 49 000 \$, se situe autour de 49 %. Les réseaux permettent de résoudre en partie l'obstacle principal à l'activité d'investissement informel, qui est l'asymétrie informationnelle. Les anges qui agissent en réseau sont plus visibles et peuvent constituer une porte d'entrée pour les projets. Ils peuvent allouer les projets aux membres du regroupement qui sont les plus compétents dans un secteur donné 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 (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

Augmenter l'activité d'investissement informel peut se faire en utilisant plusieurs avenues. La première consiste à augmenter l'activité des investisseurs informels déjà actifs. Pour cela, une politique publique peut tenter d'améliorer la relation rendement-risque des investissements pour que les anges attribuent une part plus importante de leur portefeuille à ce type de placement, au moyen de la fiscalité. Une telle stratégie peut également amener des « anges vierges » à devenir des anges actifs, en bonifiant le rendement des investissements. Les associations d'anges investisseurs proposent d'ailleurs souvent la réduction de l'impôt sur le gain en capital comme un moyen de promouvoir l'activité des anges ainsi que la création de fonds d'appariement. Une seconde 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. La troisième stratégie consiste à 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. Enfin, il est également possible d'agir sur la demande de capitaux propres, en guidant, formant et encadrant les entrepreneurs. Nous nous limitons ici aux mécanismes qui font intervenir la fiscalité.

⁶ L'Association Européenne EBAN revendique 235 réseaux en Europe. Voir EBAN White Paper 2010, en ligne à <http://www.eban.org/resource-center/publications/eban-publications>.

L'Association américaine ACA rapporte 300 réseaux aux États-Unis : <http://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Public%20Policy/Federal%20/Value%20of%20Angels%20FAQ%202009R.pdf>

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

Plusieurs travaux se sont penchés sur les règles de pratique qui devraient être respectées pour que les politiques publiques en matière d'aide au financement des nouvelles entreprises soient efficaces. La Commission européenne (2005) a mandaté un groupe d'experts pour identifier les critères des meilleurs 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, ce qui permet d'affiner notre grille de lecture. Nous nous sommes également inspirés de l'analyse de 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.

Les incitatifs fiscaux sont de deux types. Dans quelques juridictions, le taux d'impôt sur le gain en capital est ajusté pour favoriser l'investissement dans certaines catégories d'entreprises (Vermont, États-Unis). Il s'agit d'avantages consentis a posteriori. Toutefois, la majorité des États, provinces et pays ont opté pour des crédits accordés lors de l'acquisition des titres. Il s'agit donc de crédits à l'entrée. La principale recommandation des spécialistes du domaine paraît donc être négligée. Les crédits d'impôt à la sortie devraient être préférés aux crédits à l'entrée (Barkoczy and 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. 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 and Sandler 1998; Mintz and Wilson 2000; Chen and Mintz 2003).

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 aux investisseurs qui font des investissements non rentables, ce qui est très fréquent⁷. Tout le

⁷ 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.

risque est donc supporté par les investisseurs, ce qui peut réduire globalement le nombre des investissements (OECD 2002).

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. Une autre avenue est de ne pas taxer les dividendes payés par les entreprises (*on going incentives*), mais ceci limite l'avantage aux entreprises rentables.

En dépit de ces recommandations, il existe très peu de programmes basés sur le principe des avantages à la sortie. Dans quelques juridictions, telle la Belgique ou la Russie, les gains en capital ne sont pas imposables. 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 dollars⁸. L'objectif était d'encourager l'investissement dans cette catégorie d'entreprises. 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% 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. Les entreprises admissibles doivent présenter un actif total consolidé inférieur à 50 millions de dollars.⁹

Le programme n'a pas connu un grand succès entre 1993 et 2010 pour plusieurs raisons, dont les deux principales sont les suivantes (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 d'utiliser des actions accréditives (*Flow through Entities*). Deuxièmement, l'article 1202 maintenait le taux d'impôt des gains en capital au niveau de 1993, soit 28% alors que le taux applicable par ailleurs a diminué à 15%. L'avantage du programme est donc devenu marginal au fil des ans. Même si la moitié des gains était exempté, 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* a été saluée comme un progrès

⁸ Voir la présentation de ces dispositions à : <http://naoangelinvestor.wordpress.com/2011/01/13/small-business-investments-extension-of-zero-taxes-on-gains-in-the-us/>

⁹ Pour une analyse de ces dispositions, voir : Community Development Venture Capital Alliance: *Opportunity in Proposed Change to Tax Incentive for Small Business Investment*, April 2010, http://www.cdvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=274:small-biz-investment&catid=31:news&Itemid=101 et Donald Jay Korn: *Calling All Angels*, Financial Planning.com September 1, 2009, http://www.financial-planning.com/fp_issues/2009_9/calling-all-angels-2663737-1.html?zkPrintable=true

important par les associations d'anges investisseurs¹⁰. 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 2003¹¹. 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.

Plusieurs difficultés techniques semblent freiner le développement de programmes incitatifs a posteriori, notamment dans les pays où la fiscalité relève de deux niveaux de gouvernements. Il semble par ailleurs difficile de cibler spécifiquement un groupe d'investisseurs et une catégorie d'entreprises avec ce type de programme. Nous nous intéressons donc surtout aux programmes à l'entrée qui, pour être efficaces, devraient respecter un ensemble de caractéristiques.

2.1 LE PROGRAMME DEVRAIT CIBLER UNE RÉELLE CARENCE DE MARCHÉ, BIEN IDENTIFIÉE

Ce critère est le premier listé par la Commission Européenne (pages 12 à 17 du rapport des experts). 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 à l'effet qu'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 années¹². 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.

¹⁰ Voir ACA : *New Federal Law Accelerates Angel Investments and Job Creation*, October 19, 2010 <http://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Press%20Center/QSBS%20Affects%20Angel%20Investments.pdf>

¹¹ <http://www.state.vt.us/tax/pdf.word.excel/forms/2005/angelwksht.pdf>

¹² Il est également possible de défendre 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. 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.

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

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 LE PROGRAMME DEVRAIT AVOIR DES OBJECTIFS CLAIRS ET PERMETTRE LA RENTABILITÉ

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 haut¹³. Leur expérience d'affaire 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 confrontés les concepteurs de tels programmes est le suivant : *How to insure the involvement of value-added individual investors.*

Nous rejoignons donc totalement Sandler (2004 p. 215-240) qui considère 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. Il existe de multiples preuves à l'effet 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.

2.3 LIMITER LE POIDS ADMINISTRATIF DU PROGRAMME

Parce que le cycle de vie des produits, et donc les opportunités d'affaires, sont très courts 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 de un mois 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. C'est, par exemple, le cas de l'immobilier, des services professionnels et du commerce de détail.

La majorité des programmes existant ne correspondent pas à cette vision : n'importe quel investisseur agréé (au sens des valeurs mobilières) peut bénéficier du programme, mais les

¹³ 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 and Suret 2007).

fonctionnaires déterminent quelles sont les entreprises admissibles. Les employés des gouvernements ne sont peut-être pas les plus qualifiés pour décider quel type d'entreprise peut profiter du crédit. Par ailleurs, si un plan d'affaires est requis mais n'est pas analysé par les fonctionnaires, l'exigence d'un tel plan est trompeuse pour l'investisseur (Sandler 2004).

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.

2.4 LE PROGRAMMES 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. Il faut tenter de définir les avantages de façon à rendre le programme le plus efficient possible.

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.
- Les investisseurs qui revendront rapidement les 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.

2.5 RENDRE POSSIBLE L'ÉVALUATION DU PROGRAMME ET ÉVALUER 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. Sandler (2004) recommande de rendre obligatoire la collecte d'informations de façon à pouvoir évaluer le programme après 5 ans avant de décider de le renouveler.

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.

2.6 LES AUTRES RECOMMANDATIONS

Il existe un ensemble d'autres recommandations, que nous n'analysons toutefois 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 appairer les bénéfices 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. Dans les sections suivantes, nous étudions les divers programmes qui prétendent atteindre cet objectif.

3 LES PROGRAMMES AMÉRICAINS

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.¹⁴ Nous passons ensuite en revue les résultats des rares analyses de ces programmes qui sont disponibles. Nous nous sommes limités aux programmes « à l'entrée », compte tenu de la rareté des programmes a posteriori.

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).¹⁵ Ils sont généralement présentés avec les quelques programmes qui instaurent des fonds fiscalisés destinés au démarrage et avec les rares programmes qui utilisent des crédits ciblés à la sortie. 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 Kentucky¹⁶ 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

¹⁴ 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.

¹⁵ 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>.

¹⁶ 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>.

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 des 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 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*¹⁷ 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.¹⁸

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 éligible pour une année.

¹⁷ 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.

¹⁸ 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>

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) résidant 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.

Le crédit s'applique aux investissements fait 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.

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.

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.

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 AUTRES 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 semble pas faire l'unanimité aux États-Unis, et l'absence d'études bénéfices-coûts crédibles est l'un des reproches les plus souvent mentionnés.

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 (Eikenberry 2003). Cette approche ne permet pas d'évaluer les coûts et bénéfices des incitatifs fiscaux. Le programme mis en place à Hawaii, 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 Ministère¹⁹, 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

¹⁹ Department of Taxation, Stat 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 Géorgie est représentatif de l'ensemble des programmes mis en place par les États américains, en ce qui concerne quatre dimensions clés. Il ne cible pas les anges investisseurs mais l'ensemble des individus qui investissent dans les entreprises admissibles. Ceci pose deux 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. 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, 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 EUROPÉENS ET ASIATIQUES

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, celui des *Equity Investment Schemes* (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 succédait au *Business Expansion Scheme*, qui permettait lui aussi des crédits aux particuliers qui investissaient dans les petites entreprises, mais dont le fonctionnement avait soulevé plusieurs problèmes graves (Harrison and Mason 1989). L'EIS

visé à inciter les particuliers (notamment les anges) à investir directement dans des sociétés à forte croissance en phase de démarrage. Cette mesure permet à l'investisseur de déduire 20 % du montant des investissements (qui ne doivent pas dépasser 500 000 £ par année) de ses impôts. Les conditions s'appliquent pour un investissement dans des nouvelles actions ordinaires d'une société non cotée, non contrôlée par une autre compagnie et avec une durée minimale de détention de 3 ans. La mesure donnait également droit à une exonération des gains en capital après 3 ans de détention, qui a été éliminée en 2010. De plus, les pertes éventuelles lors de la revente des titres sont déductibles des revenus de l'investisseur.²⁰

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 après²¹. Elles ne doivent pas employer plus de 50 personnes. Le programme exclut les secteurs de l'immobilier et de la finance. Il 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 bénéficier à toute personne physique. Pour demeurer admissible, l'entreprise doit consacrer au moins 80% des fonds levés à des activités autorisées (ce qui exclut les secteurs listés plus haut) dans les 12 mois qui suivent 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 millions 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. L'AIM et les marchés autres que le *London Stock Exchange* ne sont pas des bourses reconnues et les entreprises qui y sont inscrites sont donc admissibles. 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.

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

²⁰ L'ensemble des dispositions relatives à ce programme figure dans un document intitulé : *An Introduction to the Enterprise Investment Scheme*, disponible à l'adresse <http://www.hmrc.gov.uk/eis/guidance.pdf>

²¹ http://www.inlandrevenue.gov.uk/stats/ent_invest_scheme/eis_b_1.htm

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.²²

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.²³

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 cible. 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 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

²² 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>

²³ Contrairement à ce qui prévaut en Amérique du Nord, les états financiers des émetteurs fermés sont accessibles au public au Royaume-Uni.

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.

Les dispositions du programme EIS ne satisfont pas aux critères de qualité des programmes, vraisemblablement parce qu'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.

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 anges²⁴. Il est géré par l'agence de développement économique du Gouvernement dédié aux PME, nommée SPRING.

²⁴ Les détails du programme sont disponibles à l'adresse :

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 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. Le statut est à renouveler après 12 mois. Pour bénéficier du crédit d'impôt, un ange doit respecter les critères suivants. Premièrement, il 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. Deuxièmement, il doit démontrer sa capacité à faire croître la start-up en ayant au moins une de ces caractéristiques : 1) être un ange investisseur expérimenté dans les investissements de pré-démarrage (*early-stage*), 2) être un entrepreneur expérimenté avec une expérience en entrepreneuriat ou 3) être un *senior management professional/executives* avec une expérience d'entreprise dans ce domaine.

L'entreprise éligible est une start-up, compagnie privée 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.

<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

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 CONCLUSION

Deux expériences récentes menées en dehors de l'Amérique du Nord méritent d'être étudiées et suivies. 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.

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*. Jusqu'à maintenant, ces efforts ont été vains mais ces

propositions sont étudiées. L'Alberta est considérée comme ayant une fiscalité favorable aux anges, en raison de l'absence d'impôt provincial sur les gains en capital.²⁵

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.

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 ou l'autre des secteurs d'activité suivants : 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 métropolitaine²⁶. 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.

²⁵ Voir : <http://www.angelinvestor.ca/userfiles/image/NAO%20documents/Best%20Practices%20-%2027Nov2008.pdf>

²⁶ La description des règles du programme est disponible en ligne à : <http://www.tted.gov.bc.ca/TRI/ICP/VCP/EligibleBusinessCorporation/Pages/default.aspx>

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.

Partiellement : 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.

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

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 Ministère²⁷, 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.

²⁷<http://www.tted.gov.bc.ca/TRI/ICP/VCP/EligibleBusinessCorporation/Pages/IneligibleTransactions.aspx#section28.93>

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 (2005) présentent les activités de VANTEC, l'un des principaux réseaux d'anges de Colombie Britannique. Ils évaluent à 20% la proportion des entreprises qui 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-vingt 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 2009.²⁸

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.²⁹ 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\$³⁰. 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 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 retraite³¹. 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.

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.

6 CONCLUSION : QUELQUES PISTES POUR UN PROGRAMME EFFICACE

La revue de près de cinquante incitatifs fiscaux présentés comme étant dédiés aux anges conduit à un résultat paradoxal. Il n'existe pratiquement pas de programme qui vise spécifiquement cette catégorie particulière d'investisseurs. Les quelques initiatives qui incorporent cette dimension essentielle 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

²⁸ <http://www.gnb.ca/0162/tax/sbitc/smallbusiness-e.asp>

²⁹ 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>

³⁰ http://www.fin.gov.nl.ca/fin/tax_programs_incentives/business/directequitytaxcredit.html

³¹ <http://www.economicdevelopment.gov.yk.ca/general/sbitc.html>

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. Enfin, l'abaissement ciblé de l'impôt sur le gain en capital est un moyen vraisemblablement efficace de stimuler l'activité des anges, mais il est généralement considéré comme coûteux et peu efficace³². Les dépenses fiscales ne sont peut-être pas l'outil le mieux adapté à l'atteinte de l'objectif visé (Barkoczy and Sandler 2007). Toutefois, si des incitatifs à l'entrée sont implantés ou révisés, ils devraient respecter les paramètres suivants.

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 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 agréés au sens des valeurs mobilières. Il permet également d'anticiper une performance adéquate des entreprises bénéficiaires. 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 revenu. 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 afin de 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 qui permettra 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 pré-démarrage 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. Les investisseurs ne devraient pas avoir de lien avec les entreprises admissibles, sauf dans les cas de réinvestissement.

³² Voir Sandler, *Tax Incentives and Informal Venture Capital*, Angel's Corner, en ligne à : http://www.angelscorner.com/articles/tax_incentives_and_informal_vc.htm

Le mécanisme doit demeurer incitatif. Nous suggérons l'octroi d'un crédit égal à l'impôt sur le gain en capital majoré. La majoration pourrait être utilisée pour favoriser les régions où le financement est notoirement plus difficile, telles que les régions ressources. Dans le cas d'un investisseur imposé au taux maximal, le crédit correspondrait au minimum à 25% du gain en capital sans majoration³³. Selon certains travaux américains, le rendement moyen des anges expérimentés opérant en réseau serait de l'ordre de 50%. Le crédit non bonifié représenterait donc en moyenne 12,5% de l'investissement. Il peut donc être majoré de 100% tout en restant dans les limites de ce qui a été accordé dans la plupart des juridictions.

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.

³³ L'exemption du gain en capital n'est pas applicable facilement au Canada pour deux raisons. Elle demanderait une coordination fédérale-provinciale qui ne pourrait que retarder sa mise en place et rend plus complexe la gestion de la bonification.

BIBLIOGRAPHIE

- 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>
- 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>
- 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 (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.
- 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). Portuguese 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

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.

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>

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.

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

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.

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.

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 Centre for Entrepreneurship, University of Strathclyde, Available at <http://www.strath.ac.uk/media/departments/huntercentre/research/workingpapers/IJMR.pdf>

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.

Mintz, J. and T. A. Wilson (2000). Capitalizing on Cuts to Capital Gains Taxes. Toronto, C. D. Howe Institute. 137: 27 p.

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

Osborne, D. and D. Sandler (1998). A Tax Expenditure Analysis of Labour-Sponsored Venture Capital Corporations. *Canadian Tax Journal* 46(3): 499.

Province of Nova Scotia (2001). Tax Credit Review Report, Department of Finance Available at <http://www.gov.ns.ca/finance/publish/taxcredit/>

RAFT (2008). Southwest Florida's Regional Angel Fund Assessment. Report by the Florida Regional Angel Fund Assessment Team, Available at http://www.angelcapitaleducation.org/data/Documents/Resources/AngelCapitalEducation/RAFT_Assessment.pdf

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.

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. (2008). *The Importance of Angel Investing in Financing the Growth of Entrepreneurial Ventures*. Working Paper, Small Business Administration Office of Advocacy, Available at <http://archive.sba.gov/advo/research/rs331tot.pdf>

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

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	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	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.
21	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.
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 Investment Act H.3044 or H.3270	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\$ 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.	Investisseur qualifié (selon la SEC) ou une entité transparente de détention de titres (moins de 5 M\$ US de capitalisation sans investisseur institutionnel)	50% du crédit déductible l'année de l'investissement 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

Exemples d'incitatifs basés sur le gain en capital						
	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	Cette exclusion est <u>limitée</u> au moindre de 10 M\$ ou 10 fois le coût de base des actions. Pour les actions acquises entre le 27/09/2010 et le 31/12/2010, un taux de 0% sera appliqué au moins aux premiers 10 M\$ de gains lors de la revente des titres.	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
	États-Unis (2010) Small Business Jobs Act Extension de la Section 1202	Exclusion <u>temporaire</u> de 100% du gain en capital lors de la vente des actions acquises avant le 1/1/2012		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 brut annuels au cours des 3 années fiscales précédentes.		
Un cas d'incitatif utilisant les <i>venture funds</i>						
	Oregon (2005-Present) University Venture Development Fund Tax Credit (Ore. Rev. Stat. §351.69)	60% de crédit sur le montant donné au fonds de l'Université (UVDF)	Chaque année le donneur peut utiliser 20% de sa contribution totale comme base du crédit d'impôt, dans la limite du moindre de l'impôt total dû ou de 50 000 \$.	Un don fait à l'UVDF d'une des universités participantes et destiné à un projet spécifique d'une université participante.	Contribuables de l'Oregon : particuliers et sociétés	Crédit obtenu l'année de la donation et les années suivantes jusqu'à atteindre 100%.

ANNEXE 2 : PROGRAMMES INSTAURÉS EN EUROPE ET EN ASIE

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	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	
4	Royaume Uni (1994) Enterprise Investment Scheme	20%	I : 500 000 £ d'investissement par an	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£ avant l'investissement, et moins de 50 employés	Particuliers, investissement direct ou via un fonds EIS	Report en arrière d'un an possible, détenir les titres pendant 3 ans.
5	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 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	<p>Nouvelle Écosse 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</p>	35% (depuis 2010)	<p>I : crédit maximal annuel de 17 500 \$ F : au moins 3 personnes investissent</p>	<p>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.</p>	Tout résident âgé de 19 ans et plus	<p>Report en arrière pendant 3 ans et en avant pendant 7 ans. Titres doivent être détenus 5 ans.</p>
5	<p>Terre-Neuve (2000 -) Direct Equity Tax Credit Income Tax Act, 2000 (O.C. 2001-255)</p>	20 ou 35% selon les régions	<p>I : crédit maximal de 50 000 \$ par an F : investissement maximal de 700 000 pour toutes les années</p>	<p>Société fermée de Terre-Neuve, avec 25 000 \$ de capital au moins, dont l'actif est inférieur à \$20 million, 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 naturelle et finance.</p>	Tout résident âgé de 19 ans et plus	<p>Report en arrière pendant 3 ans et en avant pendant 7 ans. Titres doivent être détenus 5 ans.</p>
6	<p>Yukon Small Business Investment Tax Credit (YSBITC)</p>	25%	<p>P : 1 M\$ par an I : crédit maximal de 25 000 \$ par an</p>	<p>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\$.</p>	Tout résident âgé de 19 ans et plus	<p>Report en arrière pendant 3 ans et en avant pendant 7 ans.</p>