
Les incitatifs fiscaux pour les anges investisseurs

Cécile Carpentier* et Jean-Marc Suret**

ABSTRACT

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

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

As the OECD asserts, granting high net worth individuals greater incentives may increase the number of financial investors but not “angel” investors—that is, the ones who are presumably providing expertise and contacts in addition to money. Our review indicates that policy makers around the world have not considered this risk. We observe a double paradox. First, despite the benefits of ex-post advantages over upfront credits, the bulk of the programs use upfront credits to promote angel investing. Second, even

* Professeure titulaire, Université Laval, Fellow CIRANO.

** Professeur titulaire, Université Laval, Fellow CIRANO. Les auteurs remercient le Conseil de recherches en sciences humaines du Canada qui a permis la réalisation de cette étude.

if the programs are generally presented and described as targeting business angels, most are open to all informal investors, without consideration of their capacity to provide advice and guidance to startups. Most often, the programs are not focused on good-quality high-growth companies, which provide most of the job creation and economic growth effects. Those weaknesses are significant. As designed, the programs should attract numerous unsophisticated investors looking for tax relief. In turn, those investors will increase the stock's valuation and reduce the expected returns of business angels. We provide our recommendations in the last part of this article. We contend that this analysis can provide helpful insight and serve as a reference for Canadian policy makers. The appendix contains a short description of each of the 60 programs we analyzed and the links thereto.

PRÉCIS

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

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

Comme le souligne l'OCDE, les incitatifs fiscaux peuvent avoir des effets négatifs indésirables en attirant des investisseurs qui ne sont pas des anges, et qui n'ont donc pas les qualités requises pour sélectionner et suivre les projets. La revue des programmes destinés aux anges montre que leurs concepteurs ont généralement ignoré ce risque. Nous mettons en évidence un double paradoxe. Premièrement, alors que les crédits à l'entrée présentent de très nombreux désavantages, ils semblent être préférés aux autres formes d'incitation dans la vaste majorité des États. Deuxièmement, il n'existe pratiquement pas de programme qui vise spécifiquement les anges, définis comme étant des individus qui en plus des capitaux sont en mesure d'apporter aux entreprises l'encadrement, les conseils et les contacts essentiels à leur développement. Les programmes ne sont pas non plus conçus pour favoriser le sous-ensemble des entreprises à forte croissance qui sont le réel moteur de la croissance économique. Ces

lacunes nous paraissent fort importantes. En particulier, les programmes que nous avons décrits sont susceptibles de provoquer une augmentation importante de la valeur des actions qui réduira le taux de rendement des investisseurs, en raison de l'afflux d'investisseurs peu qualifiés attirés par les crédits d'impôt. Nos recommandations sont présentées en dernière partie. Elles pourront être utiles au Canada, où de tels programmes existent déjà dans plusieurs provinces et sont à l'étude dans plusieurs autres. Le document est complété par des annexes qui décrivent sommairement la soixantaine de programmes mis en place au cours des années récentes.

MOTS CLÉS : PETITE ENTREPRISE ■ INCITATIFS FISCAUX ■ POLITIQUE PUBLIQUE ■ INVESTISSEURS ■ FINANCEMENT PAR CAPITAUX PROPRES ■ FINANCEMENT BASÉ SUR L'IMPÔT

SOMMAIRE

| | |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Introduction | 82 |
| Les anges investisseurs | 87 |
| Qui sont les anges ? | 87 |
| Implications | 89 |
| Les recommandations en matière de programme d'aide au financement | 90 |
| Avantages et problèmes des modes d'intervention | 91 |
| Les objectifs généraux | 91 |
| Avantages et inconvénients des types d'intervention | 92 |
| Le transfert intégral des pertes de l'entreprise au compte de l'investisseur | 97 |
| Conclusion | 98 |
| Principes et critères d'évaluation des programmes | 99 |
| Le programme doit cibler une réelle carence de marché, bien identifiée | 99 |
| Le programme doit avoir des objectifs clairs et permettre la rentabilité des investissements | 101 |
| Le poids administratif du programme doit être le moins élevé possible | 102 |
| Le programme doit tenir compte des problèmes d'agence | 103 |
| Le programme doit être évalué périodiquement | 104 |
| Les autres recommandations | 105 |
| Analyse des programmes offrant des crédits à l'entrée | 106 |
| Vue d'ensemble des programmes | 106 |
| Les programmes américains | 106 |
| Les programmes en dehors de l'Amérique du Nord | 109 |
| Le Canada | 113 |
| Les analyses antérieures de ces programmes | 115 |
| Les programmes américains | 115 |
| L'EIS du Royaume-Uni | 117 |
| Le programme EBC de la Colombie-Britannique | 119 |
| Analyse des programmes selon la grille d'analyse | 120 |
| Cibler une carence de marché bien identifiée | 120 |
| Avoir des objectifs clairs et permettre la rentabilité des investissements | 121 |
| Poids administratif peu élevé | 122 |
| Tenir compte des problèmes d'agence | 122 |
| Évaluation périodique | 123 |
| Conclusion | 124 |

| | |
|--------------------------------------------------------|-----|
| Les programmes de crédit a posteriori et de garantie | 125 |
| Les programmes a posteriori | 125 |
| La réduction des taux | 125 |
| Le report de l'imposition | 127 |
| Analyse du programme fédéral américain selon la grille | 127 |
| Les programmes de garantie | 128 |
| Les garanties hors fiscalité | 128 |
| Les programmes de garantie par la fiscalité | 129 |
| Conclusion : Les conditions d'un programme efficace | 130 |

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 développement¹. En matière de financement, l'effort des gouvernements a largement porté sur l'offre de capital de risque institutionnel, stimulée par l'octroi d'avantages fiscaux².

Un triple constat a amené plusieurs gouvernements à s'intéresser davantage aux investisseurs providentiels ou anges investisseurs. En premier lieu, le Canada procure l'aide fiscale la plus importante au monde en matière de recherche et de développement³. 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 entreprises⁴. Le passage de la recherche à l'innovation reste donc difficile, ce qui renvoie à la problématique du financement⁵. En second lieu, les

1 Gilles N. Larin, Marie-Claude Coulombe, Stéphane Grégoire et Lucie Quesnel, « Guide sur les incitatifs fiscaux offerts aux sociétés faisant affaire au Québec » (2001) 49:3 *Revue fiscale canadienne* 553-94.

2 Daniel Sandler, *Venture Capital and Tax Incentives: A Comparative Study of Canada and the United States* (Toronto : Fondation canadienne de fiscalité, 2004).

3 Canada, Conseil des sciences, de la technologie et de l'innovation, *L'état des lieux en 2010 : Le système des sciences, de la technologie et de l'innovation au Canada* (Ottawa : Conseil des sciences, de la technologie et de l'innovation, 2011) (http://www.stic-csti.ca/eic/site/stic-csti.nsf/fra/h_00038.html); et Mark Parsons, dans C.D. Howe Institute, *Rewarding Innovation: Improving Federal Tax Support for Business R&D in Canada*, Commentary n° 334 (Toronto : C.D. Howe Institute, 2011) (http://cdhowe.org/pdf/Commentary_334.pdf).

4 Le Conference Board situe le Canada au 14^e rang sur 17 pays en matière d'innovation en 2010. Voir The Conference Board of Canada, *Innovation : Mise en contexte* (2011) (http://www.conferenceboard.ca/hcp/overview/Innovation_fr.aspx). Le Conseil des sciences, de la technologie et de l'innovation, supra, note 3, à la 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.

5 Le Conseil des sciences, de la technologie et de l'innovation, supra, note 3.

avantages fiscaux accordés aux sociétés de capital de risque⁶ 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 prédémarrage, habituellement financées par les anges et le capital relationnel. Pour certains auteurs, la stratégie canadienne en matière de capital de risque est un échec⁷.

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 développement⁸. Plusieurs gouvernements ont instauré des incitatifs fiscaux pour accroître leur activité⁹. Cette situation n'est pas entièrement nouvelle. Sandler¹⁰ évoquait déjà plusieurs mécanismes existant au Canada et aux États-Unis. Lerner¹¹ analysait également les efforts américains en faveur des anges investisseurs. Toutefois, on assiste à une généralisation de ces initiatives de nature fiscale. Elles existent dans la majorité des États américains et au niveau fédéral, dans la plupart des États européens¹² et dans certains pays d'Asie. Au Canada, des programmes d'avantages fiscaux ont été mis en place dans cinq provinces et un territoire¹³. L'Association canadienne des anges mène une campagne active pour

6 Duncan Osborne et Daniel Sandler, « A Tax Expenditure Analysis of Labour-Sponsored Venture Capital Corporations » (1998) 46:3 *Revue fiscale canadienne* 499-574.

7 Reuven Brenner et Gabrielle A. Brenner, « Venture Capital in Canada: Lessons for Building (or Restoring) National Wealth » (2010) 22:1 *Journal of Applied Corporate Finance* 86-98.

8 Voir Allan Riding, « Business Angels and Love Money Investors: Segments of the Informal Market for Risk Capital » (2008) 10:4 *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 355-69, et Sunji Wang, *Le financement des petites et moyennes entreprises innovatrices au Canada*, document de recherche (Ottawa : Industrie Canada, 2009) (http://www.ic.gc.ca/eic/site/061.nsf/fra/h_02160.html).

9 European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and Other Early Stage Market Players (EBAN), *Compendium of Fiscal Incentives Available to Business Angels in Europe* (Brussels, Belgium : EBAN, 2009) (http://www.metutechban.org/panel/upload_file/EBAN_COMPENDIUM_OF_FISCAL_INCENTIVES_AVAILABLE_TO_BUSINESS_ANGELS_IN_EUROPE.pdf), et Colin M. Mason, « Public Policy Support for the Informal Venture Capital Market in Europe: A Critical Review » (2009) 27:5 *International Small Business Journal* 536-56.

10 Sandler 2004, supra, note 2, aux pp. 215-40.

11 Joshua Lerner, « "Angel" Financing and Public Policy: An Overview » (1998) 22:6-8 *Journal of Banking & Finance* 773-83.

12 EBAN 2009, supra, note 9, et Mason 2009, supra, note 9.

13 Des formes d'aide directe aux réseaux d'anges et des fonds d'appariement, qui constituent des moyens d'appuyer l'action des anges en dehors de la fiscalité, ont été instaurés dans deux autres provinces, le Québec et l'Ontario. Le gouvernement fédéral a toutefois annoncé, le 29 novembre 2011, l'octroi de plus de deux millions de dollars sous forme de subvention directe à quatre

que des avantages fiscaux soient accordés au niveau fédéral, au Québec et en Ontario¹⁴.

Ajuster la fiscalité pour faciliter l'activité des anges est une demande récurrente des organismes qui représentent et regroupent ces investisseurs¹⁵. 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 se joindre aux réseaux et à entreprendre le financement des entreprises émergentes. Concevoir des programmes de stimulation de l'offre de capital n'est toutefois pas chose facile. Comme l'indique Lerner¹⁶, les programmes destinés à promouvoir le financement des nouvelles entreprises ont été, en grande majorité, des échecs qu'il attribue à la structure défailante des programmes (chapitre 6) qui sont mal implantés (chapitre 7). D'ailleurs, des observateurs avertis tels que Scott Shane considèrent les programmes fiscaux pour les anges investisseurs avec beaucoup de scepticisme¹⁷.

réseaux d'anges ontariens, ainsi qu'aux associations canadienne et ontarienne des anges. Voir l'Agence fédérale de développement économique pour le Sud de l'Ontario (FedDev Ontario), *Discours liminaire lors du sommet de la National Angel Capital Organization et annonce d'une aide financière à la collectivité des investisseurs providentiels, dans le cadre de l'initiative Investir dans l'innovation des entreprises* (Ottawa : FedDev Ontario, 2011) (<http://www.feddevontario.gc.ca/eic/site/723.nsf/fra/00685.html>).

- 14 Un programme de crédit d'impôt destiné aux anges a été évoqué lors des dernières élections provinciales en Ontario, mais n'a pas été implanté. Voir Paul Slaby, « Investment Tax Credits Could Kick-Start Funding for High-Tech Startups Balancing Risk-Taking with Incentives », *The Ottawa Citizen*, February 2, 2012 (<http://www.angel-holdings.com/investment-tax-credits-could-kick-start-funding-for-high-tech-startups--.asp>).
- 15 Voir les associations canadienne et européenne : NACO, Innovation and Productivity Tax Credit, <http://nacotest.crescentgroup.ca/NACO/What-We-Do/Economic-Impact/Tax-Credit.aspx> et European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and Other Early Stage Market Players (EBAN), *Early Stage Investing: An Asset Class in Support of the EU Strategy for Growth and Jobs*, EBAN White Paper (Brussels, Belgium : EBAN, 2010) (<http://www.eban.org/resource-center/news/197-new-eban-white-paper-2010>).
- 16 Josh Lerner, *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, 2010), aux pp. 5-6.
- 17 Scott Shane, « The Problem with Tax Credits for Angel Investors », *Bloomberg Business Week*, August 20, 2010 (http://www.businessweek.com/smallbiz/content/aug2010/sb20100820_461551.htm). Chris Hayter, *State Strategies to Promote Angel Investment for Economic Growth*, Issue brief (NGA Center for Best Practices, February 14, 2008) (<http://www.nga.org/files/live/sites/NGA/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

Dans la présente étude, nous proposons une revue, une analyse et une réflexion sur les programmes d'incitatifs fiscaux destinés à favoriser l'activité des anges. Notons toutefois que la très grande majorité des programmes répertoriés et analysés visent essentiellement la création d'entreprises et d'emplois nouveaux. Stimuler l'investissement des anges est considéré comme un moyen d'atteindre cet objectif.

Les incitatifs fiscaux constituent l'un des sous-ensembles de mesures prises par divers gouvernements pour stimuler l'activité des anges. Mason¹⁸ 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. Afin de conserver une taille raisonnable à la présente étude, nous nous sommes limités aux seules dimensions fiscales, suivant en cela les pratiques du domaine¹⁹. Par ailleurs, les incitatifs fiscaux pour les anges s'inscrivent dans un vaste ensemble d'initiatives gouvernementales destinées à favoriser le développement des entreprises innovantes. Ces initiatives peuvent interagir avec les incitatifs fiscaux pour les anges, notamment dans le domaine de la réglementation du placement privé²⁰ ou dans celui de la stimulation du capital de risque et des émissions initiales²¹. Nous nous en tenons ici strictement aux programmes fiscaux qui ciblent les individus qui investissent directement dans des sociétés fermées. Les avantages consentis aux fonds de capital de risque ne sont donc pas couverts dans la présente étude, sauf dans le cas particulier de fonds administrés par les anges. De la même façon, nous n'évoquons pas les aménagements réglementaires, les programmes de subventions, les crédits d'impôt à la recherche et au développement qui complètent l'écosystème entrepreneurial mais ne sont pas propres aux entreprises financées par les anges. Compte tenu de la dimension internationale de la présente analyse, l'inclusion de ces diverses dimensions n'est pas envisageable dans un seul article. Nous ne traitons pas non plus des comportements des anges, ni de leurs caractéristiques et choix d'investissement. Ces sujets font l'objet de revues de

monitoring and evaluation will be needed in the field of angel investment to better determine the effectiveness of financial tools. Jeff Cornwall, « Not a Fan of Angel Investment Tax Credits », *Business Insider*, April 11, 2011 (<http://www.businessinsider.com/not-a-fan-of-angel-investment-tax-credits-2011-4>) : 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.

18 Mason 2009, supra, note 9.

19 Osborne et Sandler, supra, note 6, et Cécile Carpentier et Jean-Marc Suret, « The Quebec Stock Saving Plan: A Tax Expenditure Analysis » (2006) 54:1 *Revue fiscale canadienne* 142-66.

20 Jean-Marc Suret, Jean-François L'Her et Cécile Carpentier, « Does Securities Regulation Constrain Small Business Finance? An Empirical Analysis » (2008) 31:4 *Small Business Economics* 363-77.

21 Carpentier et Suret 2006, supra, note 19.

littérature complètes²². Nous ne traitons de l'impôt sur les gains en capital que lorsque des dispositions spécifiques sont associées aux anges. Enfin, les effets de la fiscalité sur les comportements des investisseurs et des entrepreneurs, analysés notamment par Keuschnigg et Nielsen²³ dans le cas du capital de risque, ne sont pas étudiés.

L'étude comporte cinq sections. Dans la première, nous dressons un portrait des anges investisseurs et en tirons les implications en matière de politique publique. Dans la deuxième section, nous rappelons les principes qui devraient guider les décideurs publics lors de la mise en place de programmes de financement des entreprises émergentes. Dans la troisième section, nous présentons une vue d'ensemble des programmes à l'entrée aux États-Unis, en dehors de l'Amérique du Nord et au Canada. Nous passons en revue leurs précédentes évaluations lorsqu'elles existent. Nous analysons dans quelle mesure les critères définis dans la grille d'évaluation présentée dans la section 2 sont effectivement mis en œuvre dans chacun des programmes types étudiés. Nous présentons et analysons, dans la quatrième section, les programmes qui accordent des avantages ou des protections lors de la disposition des placements. Dans la dernière section, nous discutons les implications de notre étude. Après avoir étudié une soixantaine de programmes, nous constatons que seuls ceux de Singapour, du Portugal et du Tennessee (qui n'est pas encore en vigueur) respectent les principes de base qui devraient régir ce type d'incitatif, tout en utilisant une approche à l'entrée qui n'est vraisemblablement pas optimale. Ces programmes constituent les seuls incitatifs fiscaux conçus exclusivement pour les anges investisseurs. Cette condition nous semble pourtant essentielle si on désire favoriser la participation des investisseurs les plus qualifiés dans les entreprises les plus performantes.

-
- 22 Colin M. Mason, « Informal Sources of Venture Finance », dans Simon C. Parker, éd., *The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures, International Handbook Series on Entrepreneurship* (New York : Springer Science+Business Media, 2006); Jeffrey E. Sohl, « The Organization of the Informal Venture Capital Market », dans Hans Landström, éd., *Handbook of Research on Venture Capital* (Cheltenham, UK : Edward Elgar Publishing, 2007), 347-65; Giovanni Battista Dagnino, Rosario Faraci et Mario Sorrentino, « Mobilizing Capital for Fostering the Early Growth of Firms: The Role of Business Angels in Nascent European Entrepreneurship », dans David B. Audretsch, Giovanni Battista Dagnino, Rosario Faraci et Robert E. Hoskins, éd., *New Frontiers in Entrepreneurship, International Studies in Entrepreneurship*, vol. 26 (New York : Springer Science+Business Media, 2010), 109-24; Colin M. Mason, « Business Angels », dans Léo-Paul Dana, éd., *World Encyclopedia of Entrepreneurship* (Cheltenham, UK : Edward Elgar Publishing, 2011), 1-16.
- 23 Christian Keuschnigg et Søren Bo Nielsen, « Start-Ups, Venture Capitalists, and the Capital Gains Tax » (2004) 88:5 *Journal of Public Economics* 1011-42.

LES ANGES INVESTISSEURS

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 classiques²⁴. 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 satisfaisants²⁵. Pour certains spécialistes, les anges représentent les « vrais » investisseurs en capital de risque. Selon Mason : « *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*²⁶. »

Barkoczy et Sandler 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 businesses²⁷.

Ces auteurs insistent sur le fait que l'apport des investisseurs en capital de risque ne se limite pas à la dimension financière, mais inclut une participation active et compétente au développement de l'entreprise, rendue possible par leur statut préalable d'entrepreneur ou de gens d'affaires.

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

24 Andrew Wong, Mihir Bhatia et Zachary Freeman, « Angel Finance: The Other Venture Capital » (2009) 18:7-8 *Strategic Change* 221-30, et Mason 2009, supra, note 9.

25 Riding, supra, note 8.

26 Mason 2011, supra, note 22, à la p. 1.

27 Stephen Barkoczy et Daniel Sandler, *Government Venture Capital Incentives—A Multi-Jurisdictional Comparative Analysis*, Research Study n° 46 (Sydney : Australian Tax Research Foundation, 2007), 13.

valeurs mobilières ou encore des investisseurs informels²⁸. Il importe toutefois de souligner que la plupart des mécanismes mis en place aux États-Unis, ainsi que de nombreux travaux, qualifient d'anges l'ensemble des investisseurs informels. Nous n'appuyons pas cette confusion et, chaque fois que cela est possible, nous utilisons les termes d'investisseurs informels lorsque les programmes et écrits traitent de l'ensemble des investisseurs. La distinction est importante. Des programmes axés sur les investisseurs peuvent augmenter les capitaux mis à disposition d'entreprises, mais ce capital sera de faible qualité. Les investisseurs informels autres que les anges ne disposent pas, en effet, des habiletés et connaissances pour sélectionner puis encadrer les entreprises en démarrage. Les programmes ciblés sur les anges peuvent accroître la quantité offerte de capital de qualité. Il semble en effet établi que l'apport principal des anges se situe dans leur aide dans les domaines stratégiques, dans la supervision, l'aide à l'acquisition des ressources, notamment financières, et dans le mentorat²⁹.

En 2009, aux États-Unis, de 10 000 à 15 000 anges étaient regroupés en réseau, selon l'American Angel Capital Association (ACA). Le nombre d'anges actifs qui n'appartiennent pas aux réseaux se situerait entre 225 000 et 1 million suivant les études. La nature même de leur activité les rend difficilement détectables et Shane³⁰ conteste les estimations généralement utilisées par les groupes de pression. Il y aurait 4 200 000 millionnaires recensés aux États-Unis. L'argument des associations d'anges est que des avantages fiscaux, notamment la réduction de l'impôt sur le gain en capital, pourraient inciter des individus qui en ont le profil, mais qui ne sont pas actifs (les anges potentiels ou anges vierges), à devenir des anges investisseurs³¹.

28 Roger Sørheim et Hans Landström, « Informal Investors — A Categorization, with Policy Implications » (2001) 13:4 *Entrepreneurship & Regional Development* 351-70.

Pour investir lors d'opérations de financement privé dans des entreprises avec lesquelles ils n'ont pas de lien de dépendance, les investisseurs doivent en vertu de la réglementation des valeurs mobilières être qualifiés, accrédités ou agréés. La terminologie et les seuils varient d'un État à l'autre, mais les investisseurs individuels qualifiés doivent avoir un revenu ou un avoir net important. L'expérience en affaires ou en investissement ne fait pas partie des critères requis pour obtenir cette qualification. Nous employons le terme d'investisseur qualifié pour l'ensemble des États étudiés.

29 Diamanto Politis, « Business Angels and Value Added: What Do We Know and Where Do We Go? » (2008) 10:2 *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 127-47.

30 Scott Shane, « The Importance of Angel Investing in Financing the Growth of Entrepreneurial Ventures », dans Andrew M. Lane et Nicolle P. Mifflin, eds., *Venture Capital and Angel Investing* (New York : Nova Science Publishers, 2008) (<http://archive.sba.gov/advo/research/rs331tot.pdf>).

31 EBAN 2010, supra, note 15, à la p. 6.

Les réseaux d'anges investisseurs se sont multipliés au cours des dernières années³². Selon DeGennaro et Dwyer³³, les anges investisseurs aguerris qui opèrent en réseau se tirent mieux d'affaire que les investisseurs institutionnels. Les réseaux permettent de réduire en partie l'obstacle que représente l'asymétrie informationnelle. Les réseaux sont visibles et peuvent constituer une porte d'entrée pour les projets. Ils permettent d'orienter les demandes vers les membres experts dans le secteur concerné et partager les risques.

Puisque les anges investissent leurs propres capitaux, nous excluons de l'analyse les programmes qui accordent des crédits en échange d'investissement dans des fonds gérés par des professionnels. Ces fonds de détail (« *retail funds* »), selon la terminologie de Hellmann et Schure³⁴, 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* ».

Implications

Les décideurs publics peuvent tenter d'accroître l'activité des anges en empruntant diverses avenues. La première consiste à augmenter l'activité des anges déjà actifs. Pour cela, une politique publique peut tenter d'améliorer le rendement des investissements pour que les anges actifs attribuent une part plus importante de leur portefeuille à ce type de placement, au moyen de la fiscalité. Les avantages fiscaux peuvent amener des anges vierges à devenir des anges actifs, ce qui constitue une deuxième avenue d'intervention. Si elles ne sont pas ciblées, de telles politiques peuvent augmenter le bassin des investisseurs informels, et non des anges, en attirant des investisseurs sans expérience ni compétence vers le secteur risqué de l'investissement dans les sociétés en démarrage. Une troisième avenue consiste à accroître les montants mis à disposition des entreprises à l'aide d'un fonds d'appariement, qui augmente les montants investis par les anges. C'est le cas, au Québec, du nouveau fonds Capital Anges Québec ainsi que des

32 Les associations européenne (EBAN) et américaine (ACA) des anges revendiquent respectivement 235 et 300 réseaux. Voir EBAN 2010, supra, note 15, et l'Angel Capital Association (ACA), *FAQ: The Value of Angel Investors and Angel Groups* (<http://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Public%20Policy/Federal%20Value%20of%20Angels%20FAQ%202009R.pdf>).

33 Social Science Research Network (SSRN), Ramon P. DeGennaro et Gerald P. Dwyer, *Expected Returns to Stock Investments by Angel Investors in Groups*, Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper Series n° 2010-14 (Federal Reserve Bank of Atlanta, August 2010) (<http://papers.ssrn.com/so13/papers.CFM?abstract=1679207>).

34 T. Hellmann et P. Schure, *An Evaluation of the Venture Capital Program in British Columbia*, Report prepared for the British Columbia Ministry of Small Business, Technology and Economic Development (2010) (<http://strategy.sauder.ubc.ca/hellmann/pdfs/Hellmann%20Schure%202010%20Venture%20Capital%20Report.pdf>).

différents fonds d'intervention économique régionaux (FIER) qui souscrivent deux dollars pour chaque dollar investi par le milieu. Il est également possible d'augmenter l'efficacité des anges qui agissent individuellement en les attirant vers des réseaux qui accroissent la quantité et la qualité des propositions qui leur sont amenées. Une dernière stratégie consiste à agir sur la demande de capitaux propres, en guidant, formant et encadrant les entrepreneurs de façon à améliorer l'approvisionnement en projets, qui semble demeurer problématique³⁵.

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

LES RECOMMANDATIONS EN MATIÈRE DE PROGRAMME D'AIDE AU FINANCEMENT

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

Les incitatifs fiscaux sont de trois types. Dans quelques États, le taux d'impôt sur le gain en capital est ajusté pour améliorer le rendement des placements et favoriser l'investissement dans certaines catégories d'entreprise. On peut également permettre le report de l'imposition des gains. Il s'agit d'avantages consentis a posteriori. Toutefois, la majorité des États, provinces et pays ont opté pour des crédits accordés lors de l'acquisition des titres, qui constituent des avantages concédés à l'entrée. Il est enfin possible de limiter le risque encouru par les investisseurs en permettant de déduire la perte du revenu imposable plutôt que des gains en capital généralement moins imposés. La majorité des programmes

35 Plusieurs spécialistes du domaine défendent qu'il existe peu de projets valables pour lesquels les promoteurs sont disposés à ouvrir le capital tout en disposant de compétences de gestion et de la connaissance du secteur requises par les investisseurs en capital de risque (Colin M. Mason et Richard T. Harrison, « "Investment Readiness": A Critique of Government Proposals to Increase the Demand for Venture Capital » (2001) 35:7 *Regional Studies* 663-68; Maura McAdam et Susan Marlow, « Sense and Sensibility: The Role of Business Incubator Client Advisors in Assisting High-Technology Entrepreneurs To Make Sense of Investment Readiness Status » (2011) 23:7-8 *Entrepreneurship & Regional Development* 449-68). La rareté des projets serait donc un obstacle important au développement de l'activité des anges. Une stratégie d'appui au financement de démarrage devrait donc également comprendre des actions du côté de la demande, dont Mason et Kwok présentent une analyse dans le cas du Royaume-Uni (Colin Mason et Jennifer Kwok, « Investment Readiness Programmes and Access to Finance: A Critical Review of Design Issues » (2010) 25:4 *Local Economy* 269-92).

offrent des crédits à l'entrée. Pourtant, les spécialistes du domaine considèrent généralement que ce mode d'intervention est le moins efficace. Nous consacrons la section 2.1 à la comparaison des avantages et des inconvénients de chacune des approches. Par la suite, nous nous intéressons aux recommandations relatives aux modalités des programmes.

Plusieurs travaux se sont penchés sur les règles d'élaboration des programmes en matière d'aide au financement des nouvelles entreprises. La Commission européenne a mandaté un groupe d'experts pour identifier les critères des meilleures pratiques en matière de programmes publics permettant de capitaliser des entreprises en démarrage³⁶. Nous utilisons également largement les travaux de Sandler³⁷ et de Barkoczy et Sandler³⁸. Ces auteurs passent en revue un grand nombre de programmes ainsi que les évaluations de ces initiatives. Nous nous sommes également inspirés de l'analyse d'Heard et Sibert³⁹, 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 Lerner⁴⁰. Nous avons sélectionné les critères qui s'appliquent aux programmes pour les investisseurs individuels et ignoré ceux qui ne sont pertinents que pour les mécanismes formels de capital de risque.

Avantages et problèmes des modes d'intervention

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

Les objectifs généraux

Du point de vue de l'optimalité des politiques publiques, l'accent devrait être mis sur les entreprises à fort potentiel de croissance sources d'externalités positives (liées par exemple à l'innovation ou à la diffusion des technologies de pointe), même si l'identification de ces entreprises est difficile a priori. Il existe des

36 European Commission, Directorate General for Enterprise and Industry, *Best Practices of Public Support for Early-Stage Equity Finance: Final Report of the Expert Group* (Brussels : Directorate General for Enterprise and Industry, September 2005) (http://ec.europa.eu/enterprise/newsroom/cf/_getdocument.cfm?doc_id=1202).

37 Sandler 2004, supra, note 2.

38 Barkoczy et Sandler 2007, supra, note 27.

39 Robert G. Heard et John Sibert, *Growing New Businesses with Seed and Venture Capital: State Experiences and Options* (Washington, DC : National Governors' Association, 2000).

40 Paul Gompers et Joshua Lerner, « Equity Financing », dans Zoltan J. Acs et David B. Audretsch, éd., *Handbook of Entrepreneurship Research: An Interdisciplinary Survey and Introduction* (Dordrecht, the Netherlands : Kluwer Academic Publishers, 2003), 267-98.

évidences claires voulant qu'un petit sous-ensemble d'entreprises à fort potentiel crée la grande majorité des emplois qu'on attribue généralement aux PME⁴¹ et influence la croissance économique. Comme l'écrivent Mason et Brown :

There is considerable empirical evidence to support the proposition that only a small proportion of firms, often termed gazelles, create the majority of jobs in any cohort of new businesses⁴².

Il se dégage désormais un consensus large selon lequel les politiques publiques devraient cibler ces entreprises, même si les moyens proposés pour atteindre cet objectif sont rarement exposés⁴³.

Les avantages devraient être conçus pour cibler les investisseurs compétents, capables d'apporter aux entrepreneurs des contacts, des conseils et un encadrement : le « *smart money* »⁴⁴. Ce type d'investisseurs devrait être privilégié par rapport aux investisseurs passifs et sans compétence particulière. Seuls les investisseurs avertis et compétents peuvent sélectionner correctement les projets, aider les entreprises à se développer et à réaliser des taux de rendement acceptables⁴⁵. Le fait de cibler des investisseurs compétents permet de leur déléguer le choix des meilleurs projets. Inciter des investisseurs sans aptitude particulière ni expérience d'affaires à investir leur épargne dans le domaine extrêmement risqué du capital de risque est difficilement défendable. Par ailleurs, l'implication d'investisseurs peu compétents dans une entreprise en croissance peut compliquer le financement des rondes subséquentes de financement⁴⁶. Enfin, orienter les avantages vers certaines entreprises et certains investisseurs permet de diminuer le coût de la dépense fiscale.

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

Avantages et inconvénients des types d'intervention

Nous avons récapitulé, au tableau 1, les avantages et désavantages des divers modes d'intervention. Les crédits d'impôt à la sortie sont préférables aux crédits à

41 Magnus Henrekson et Dan Johansson, « Gazelles as Job Creators: A Survey and Interpretation of the Evidence » (2010) 35:2 *Small Business Economics* 227-44.

42 Colin Mason et Ross Brown, « Creating Good Public Policy to Support High-Growth Firms » (2011) 36:1 *Small Business Economics* 1-15, à la p. 2.

43 Ibid.

44 Paul Gompers et Josh Lerner, « Equity Financing », dans Zoltan J. Acs et David B. Audretsch, éd., *Handbook of Entrepreneurship Research: An Interdisciplinary Survey and Introduction*, 2^e éd., vol. 5 (New York : Springer, Science+Business Media, 2010), 183-214.

45 Riding 2008, supra, note 8.

46 Gompers et Lerner 2010, supra, note 44.

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

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

l'entrée⁴⁷. Les crédits à l'entrée, surtout lorsqu'ils sont très généreux, provoquent une distorsion des choix d'investissement⁴⁸. L'investisseur agit de façon à se procurer les crédits et non de façon à financer les projets les plus rentables. Il n'accorde donc pas les fonds de façon optimale. L'octroi de crédits importants à l'entrée réduit l'incitation des investisseurs à jouer leur rôle de surveillance, de conseil et d'encadrement. Les crédits d'impôt à l'entrée sont particulièrement dommageables lorsqu'ils atteignent des taux aussi élevés que ceux observés par exemple à Hawaï, qui a expérimenté un crédit de 100 pour cent étalé sur plusieurs années.

Les crédits à l'entrée provoquent l'augmentation des valorisations, ce qui réduit les taux que peuvent réaliser les acquéreurs des actions assorties d'un avantage fiscal. Deux éléments peuvent accroître l'inflation des valorisations. Le premier est

47 Barkoczy et Sandler 2007, supra, note 27.

48 Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), Directorate for Science, Technology and Industry, *Entrepreneurship and Growth: Tax Issues* (2002) (<http://www.oecd.org/industry/industryandglobalisation/2079715.pdf>), à la p. 16.

le manque de discernement et de rationalité des investisseurs, le second est le déséquilibre entre l'offre et la demande de fonds. Dans un univers où il existe un nombre limité de projets valables, l'octroi d'un avantage fiscal à l'entrée augmente la valorisation des actions jusqu'au niveau où le prix des actions, net du crédit d'impôt, égale ou dépasse la valeur intrinsèque des titres⁴⁹. L'augmentation de la valeur réduit le taux de rendement que réalisent les investisseurs. L'effet est connu sous le terme de taux implicite d'impôt⁵⁰. Les associations d'anges semblent être très peu conscientes de ce phénomène lorsqu'elles plaident pour l'instauration de crédits peu ciblés et généreux. En augmentant de façon importante le nombre d'investisseurs peu qualifiés face à une offre limitée de bons projets, de tels programmes peuvent diminuer le rendement après impôt et avantages fiscaux que réalisent actuellement les anges.

À l'inverse, les crédits d'impôt à la sortie obligent les investisseurs à sélectionner correctement leurs investissements et à mener les opérations de contrôle et de surveillance qui sont des éléments essentiels du succès des investissements en capital de risque⁵¹. La modélisation la plus élaborée des effets des divers modes d'intervention est proposée par Keuschnigg et Nielsen. Dans un premier article⁵², ces chercheurs montrent que les crédits à l'entrée induisent un appauvrissement global (« *welfare loss* »). Il en est ainsi parce que les avantages octroyés à l'entrée augmentent l'activité sans inciter les investisseurs à s'impliquer dans le suivi des projets, ce qui réduit ultimement le taux de rendement des investissements. Inversement, la réduction de l'impôt sur le gain en capital augmente le taux de rendement mécaniquement, mais aussi parce qu'il incite à sélectionner les meilleurs projets et à en effectuer un suivi rigoureux. Dans une analyse qui prend en compte l'ensemble des paramètres fiscaux, les mêmes auteurs⁵³ s'interrogent sur les

49 Un titre dont la valeur intrinsèque est de 10 \$ sera vendu 12 \$ si son acquisition permet un crédit de 20 pour cent. L'exemple le plus clair de cet effet est donné par le Régime d'épargne-actions du Québec. Les titres de petite et de très petite capitalisation ont procuré des rendements négatifs, même en tenant compte des crédits d'impôt, en raison de valorisations très élevées lors des émissions (Jean-Marc Suret, « Les initiatives québécoises dans le domaine de la capitalisation des entreprises : Le point de vue des investisseurs » (1990) 16:3 *Analyse de politiques* 239-51).

50 Carpentier et Suret 2006, *supra*, note 19, à la p. 154.

51 Osborne et Sandler, *supra*, note 6; Jack M. Mintz et Thomas A. Wilson, *Capitalizing on Cuts to Capital Gains Taxes*, Commentary n° 137 (Toronto : C.D. Howe Institute, 2000) (<http://www.cdhowe.org/capitalizing-on-cuts-to-capital-gains-taxes/9711>); Duanji Chen et Jack M. Mintz, *Taxing Investments: On the Right Track, but at a Snail's Pace*, Backgrounder n° 72 (Toronto : C.D. Howe Institute, 2003) (http://www.cdhowe.org/pdf/backgrounder_72.pdf).

52 Keuschnigg et Nielsen 2004, *supra*, note 23.

53 Christian Keuschnigg et Søren Bo Nielsen, « Public Policy, Start-Up Entrepreneurship, and the Market for Venture Capital », dans Simon C. Parker, éd., *The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures, International Handbook Series on Entrepreneurship* (New York : Springer Science+Business Media, 2006), aux p. 227-58.

mécanismes fiscaux susceptibles d'améliorer le taux de succès des entreprises financées en stimulant le capital de risque compétent, dit de qualité. Ils mettent clairement en évidence le rôle positif d'une réduction ou élimination de l'impôt sur le gain en capital et jugent que les avantages consentis à l'entrée sont de nature à réduire la qualité de l'entrepreneuriat et le bien-être général. Toutefois, l'effet potentiel d'une réduction ciblée de l'impôt sur les gains en capital sur l'investissement par les individus n'a pas été estimé, à notre connaissance. Les affirmations voulant qu'une telle réduction augmente significativement l'investissement des anges ne sont appuyées par aucune estimation rigoureuse⁵⁴.

L'octroi d'une exemption de l'impôt sur les gains a un effet potentiel sur les prix des actions. Lors de l'annonce de la décision du Canada, le 28 février 2000, de ramener la proportion des gains en capital assujettie de 75 à 50 pour cent, la valeur des actions des entreprises qui ne versent pas de dividendes a augmenté en moyenne de 8,2 pour cent⁵⁵. L'augmentation des prix des actions correspond à la valeur actualisée de l'économie d'impôt créée par la réduction du taux qui frappe les gains. Comme ce gain est incertain et lointain, son effet sur le prix devrait être largement inférieur à celui que génèrent les crédits à l'entrée.

Selon Barkoczy et Sandler⁵⁶, 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. Cela évite au gouvernement de devoir justifier une dépense pour des investissements non rentables. En deuxième 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

54 Un document diffusé par la Fondation Kauffman en 2012 laisse penser que l'exemption totale des gains en capital réalisés dans les actions de sociétés en démarrage augmenterait l'investissement de 50 pour cent (Social Science Research Network (SSRN), Robert E. Litan et Alicia M. Robb, *A Market-Based Approach for Crossing the Valley of Death: The Benefits of a Capital Gains Exemption for Investments in Startups* (Ewing Marion Kauffman Foundation, January 1, 2012) (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2000836). Cette estimation repose sur deux hypothèses. Premièrement, on suppose qu'il est possible de transposer au niveau de l'investissement des anges des estimations d'élasticité effectuées au niveau macro-économique sur l'investissement des entreprises. Deuxièmement, on suppose que le nombre de projets valables à financer n'est pas limité. Ces deux hypothèses sont peu réalistes et la seconde a été largement contredite (Colin M. Mason et Richard T. Harrison, « Barriers to Investment in the Informal Venture Capital Sector » (2002) 14:3 *Entrepreneurship & Regional Development* 271-87). Dans le domaine du capital de risque, la réduction de la taxation des gains semble influencer davantage la création de nouvelles entreprises que l'offre de capital (Paul A. Gompers et Josh Lerner, « What Drives Venture Capital Fundraising? », dans *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics* (Washington, DC : Brookings Institution Press, 1998), 149-92).

55 Akinloye Akindayomi et Hussein A. Warsame, « Effects of Capital Gains Taxation Changes on Stock Prices: Evidence from the February 2000 Canadian Budget » (2007) 6:4 *Accounting Perspectives* 369-87.

56 Barkoczy et Sandler 2007, supra, note 27.

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 rentables⁵⁷. Le risque est donc largement supporté par les investisseurs, ce qui peut réduire globalement le nombre des placements⁵⁸. Le fait que les pertes en capital puissent être déduites des gains ou même du revenu dans certains cas réduit toutefois le risque assumé. La baisse globale du taux d'impôt des gains en capital n'est généralement pas considérée comme un outil valable pour stimuler l'investissement dans les entreprises en démarrage, puisque son effet sera surtout sensible sur les placements les plus liquides. Si l'avantage est le même pour les actions de grandes entreprises que pour les placements risqués dans les sociétés fermées, il est normal que les investisseurs préfèrent les premiers aux seconds. Les exemptions doivent donc être ciblées, ce qui demande une distinction claire entre les placements de type capital de risque et les autres placements. Au Canada, cette distinction ne semble pas être clairement établie⁵⁹.

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

Barkoczy et Sandler⁶⁰ avancent qu'une façon de contourner ce problème, en utilisant une approche a posteriori, est d'offrir la possibilité de déduire des revenus

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

58 OECD 2002, supra, note 48.

59 Sandler 2004, supra, note 2, à la p. 96.

60 Barkoczy et Sandler 2007, supra, note 27.

imposables les pertes en capital sur les investissements dans les petites entreprises. Cette idée rejoint celle des programmes d'assurance de pertes, qui peuvent être également assumées par un fonds dédié.

Le fait de pouvoir déduire la perte encourue lors de la disposition des actions revient à assurer une fraction de l'investissement égale au taux d'impôt marginal de l'investisseur. Une telle mesure influence directement le risque de l'investissement des anges. L'assurance partielle des pertes pose cependant plusieurs problèmes. Premièrement, un tel programme profite tout d'abord aux projets les moins valables, ce qui s'oppose à l'objectif d'orienter le financement vers les meilleurs projets. Deuxièmement, il crée un problème de risque moral, commun à la majorité des formes d'assurance. Dans la mesure où ils sont assurés de couvrir au moins partiellement leurs pertes, mais bénéficient largement des gains en cas de succès, les investisseurs sont incités à prendre davantage de risques et à porter une attention moindre à la sélection des projets. Enfin, dans la mesure où la perte est en partie assurée, l'investisseur pourra être plus enclin à liquider une position dans une entreprise qu'il juge peu performante plutôt que de continuer à l'appuyer. Cette situation peut priver une entreprise de ressources alors qu'elle pourrait survivre⁶¹.

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

Au Canada, des pressions sont exercées afin d'étendre le programme des actions accréditatives à des secteurs autres que les ressources naturelles, notamment celui des biotechnologies⁶². Les détenteurs de telles actions peuvent déduire de leur revenu imposable les pertes de l'entreprise, au prorata de leur participation. L'emploi des actions accréditatives pour les entreprises technologiques émergentes a également été évoqué lors des audiences du Comité sénatorial des banques et du commerce⁶³. Dans plusieurs pays, dont les États-Unis, les entreprises en

61 United Nations (UN), Economic Commission for Europe, *Policy Options and Instruments for Financing Innovation: A Practical Guide to Early Stage Financing* (Geneva : UN, 2009) (<http://www.unece.org/fileadmin/DAM/ceci/publications/ffd2.pdf>).

62 David Ndubuzor, Katelyn Johnson et Jan Pavel, *Using Flow-Through Shares To Stimulate Innovation Companies in Canada, A Research Project Presented to the Greater Saskatoon Chamber of Commerce* (http://www.saskatoonchamber.com/file/Newsroom/Research_Papers/2009/Flow_Through_Share.pdf); et BIOTECanada, *Flow-Through Shares for Canada's Biotechnology Industry: Background Materials Supplement*, BIOTECanada White Paper (<http://www.biotech.ca/uploads/white%20paper%20-%20supplement.pdf>).

Pour le secteur des technologies propres, voir Richard S. Sutin, *Flow-Through Shares: A Path to Leadership in the Clean Innovation Economy* (Norton Rose, 11 août 2010) (<http://www.nortonrose.com/knowledge/publications/53476/flow-through-shares-a-path-to-leadership-in-the-clean-innovation-economy>).

63 Canada, Comité sénatorial permanent des banques et du commerce, *Délibérations*, 41^e Législature, 1^{re} session, 6 octobre 2011-19 octobre 2011, aux p. 2.13-2.14 (http://publications.gc.ca/collections/collection_2011/sen/yc11/YC11-411-2.pdf).

démarrage peuvent opter pour un statut qui permet le transfert des pertes de l'entreprise au compte des investisseurs.

Nous n'avons pas approfondi les avantages et limites de ce type d'avantage fiscal qui ne semble pas être employé actuellement. Les rares analyses avantage-coût qui ont porté sur les actions accréditives dans le secteur des ressources naturelles révèlent qu'elles constituent un avantage dont les investisseurs bénéficient relativement peu⁶⁴. Le taux de rendement des actions accréditives est inférieur à celui des actions ordinaires, ce qui découle de l'augmentation du coût d'acquisition lié à l'avantage de la déductibilité des pertes. Par ailleurs, les actions accréditives du secteur des ressources sont émises par des sociétés ouvertes pour lesquelles l'information est disponible. La possibilité pour les investisseurs de déduire les pertes de l'entreprise de leurs revenus, dans la limite de leur mise de fonds, crée un profil particulièrement avantageux de rendements espérés dans le secteur des technologies. Les entreprises enregistrent en effet des pertes durant les premières années, avant de rapporter des profits et de permettre, en cas de succès, des gains lors de la disposition. Selon ce schéma, le coût net des actions après déduction des pertes ainsi que le rendement espéré le moins favorable peuvent tendre vers zéro. Dans le cas des pertes suivies d'une croissance rapide, les rendements des investisseurs peuvent devenir très élevés, même si la déduction des pertes de l'entreprise réduit le prix de base rajusté pour les actions détenues. On crée donc une catégorie de titres à profil de rendement et de risque très avantageux, qui devrait attirer de très nombreux investisseurs et faire augmenter les valorisations. Aux États-Unis, la valeur attribuée aux actions d'une société fermée augmente de plus de 50 pour cent lorsqu'elle se qualifie selon la section S du chapitre 1 du code de l'impôt, qui lui accorde un statut proche de celui des sociétés en commandite⁶⁵. Cette mesure introduit par ailleurs une différence très significative entre les rendements réalisés par le promoteur et le capital relationnel, d'une part, et les investisseurs externes, de l'autre. Cette différence est porteuse de problèmes d'agence importants.

Conclusion

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

64 Vijay M. Jog, Gordon J. Lenjosek et Kenneth J. McKenzie, « Flowthrough Shares: Premium-Sharing and Cost-Effectiveness » (1996) 44:4 *Revue fiscale canadienne* 1016-51; Gordon J. Lenjosek, « A Canadian Tax Incentive for Equity Investments in Mining and Energy Companies » (1998) n° 79 *New Directions for Evaluation* 117-34.

65 Keith F. Sellers et Nancy J. Fannon, « Valuation of Pass-Through Entities: Looking at the Bigger Picture », article présenté à la 2012 American Taxation Association Midyear Meeting: JLTR Conference (<http://ssrn.com/abstract=2003901>).

qualité, et sans se préoccuper non plus de la qualité du capital et des investisseurs attirés par les programmes. La mise en évidence du fait que ce n'est pas le nombre, mais la qualité des entreprises en démarrage qui détermine la croissance économique est récente⁶⁶. La recommandation des spécialistes de cibler en priorité les entreprises à fort potentiel est également relativement récente⁶⁷. Cette dimension ne semble pas avoir été intégrée dans les politiques existantes. Il est également possible que les décideurs publics aient privilégié la simplicité des systèmes à l'entrée, et leur effet plus immédiat, aux incitatifs a posteriori. Nous nous intéressons donc surtout aux programmes à l'entrée qui, pour être efficaces, devraient respecter un ensemble de caractéristiques. Nous consacrons ensuite une section aux programmes a posteriori et aux systèmes de garantie.

Principes et critères d'évaluation des programmes

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

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

Ce critère est le premier listé par la Commission européenne⁶⁸. Il est également cité en tout premier lieu par Heard et Sibert⁶⁹. 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, des responsables des politiques publiques⁷⁰ et des firmes spécialisées engagées par Industrie Canada⁷¹. Il existe donc un consensus à propos des difficultés de financement des entreprises aux premiers stades de croissance. Au Québec, en particulier, le capital de risque n'a financé que très peu d'entreprises au stade de démarrage au cours des dernières années. Selon la Commission européenne :

66 Michael Fritsch et Alexandra Schroeter, *Are More Start-Ups Really Better? Quantity and Quality of New Businesses and Their Effect on Regional Development*, JENA Economic Research Paper n° 2009-70 (http://www.wiwi.uni-jena.de/papers/jerp2009/wp_2009_070.pdf).

67 Scott Shane, « Why Encouraging More People To Become Entrepreneurs Is Bad Public Policy » (2008) 33:2 *Small Business Economics* 141-49; Mason et Brown, supra, note 42.

68 European Commission 2005, supra, note 36, à la p. 14.

69 Heard et Sibert 2000, supra, note 39.

70 Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), *The SME Financing Gap: Theories and Evidence*, vol. 1 (Paris : OECD, 2006) (http://ec.europa.eu/enterprise/newsroom/cf/_getdocument.cfm?doc_id=624).

71 Industrie Canada, *Les lacunes dans le financement des PME : Cadre d'analyse* (Ottawa : Industrie Canada, 2002).

Business angels are in many cases the only active private seed investors⁷².

Il n'existe donc pas de rationalité économique à l'attribution d'avantages fiscaux à des fonds ou mécanismes qui investissent majoritairement dans des sociétés des secteurs traditionnels qui ne sont pas en situation de démarrage.

À notre connaissance, les lacunes de financement ont été surtout évoquées dans le cas des entreprises innovantes. Elles découlent des délais requis pour mettre au point et valider les innovations, de l'asymétrie de l'information et du caractère intangible des éléments d'actif. Dans les entreprises à vocation scientifique ou technologique, il est difficile de valoriser les principaux actifs que sont les technologies axées sur le savoir et le capital humain⁷³. 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 admissibles⁷⁴. Cette approche est 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. Les secteurs qui contribuent à la commercialisation et au développement de l'innovation et génèrent des externalités positives devraient être ciblés. Sandler⁷⁵ recommande d'ailleurs d'exclure le commerce de détail, les restaurants, les services à la personne, les services financiers et l'immobilier.

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

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

Il est généralement admis que le capital de démarrage concerne les entreprises en phase de maturation (preuve de concept), amorçage (prédémarrage) et au début de la phase de démarrage⁷⁶. C'est d'ailleurs à cette phase du développement qu'on

72 Commission of the European Communities (EC), *Financing Innovation and SMEs*, Commission Staff Working Document (Brussels : EC, 2009) (http://ec.europa.eu/enterprise/policies/innovation/files/swd_financing_innovation.pdf), à la p. 6.

73 Groupe Secor inc., *Le financement des petites entreprises axées sur le savoir*, document de recherche préparé pour le Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadien (<http://publications.gc.ca/collections/Collection/F21-6-1998-10F.pdf>), à la p. 10.

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

75 Sandler 2004, supra, note 2.

76 Conseil de la science et de la technologie du Québec, *Le financement de l'innovation dans les entreprises : Étude* (2010) (http://www.mesrst.gouv.qc.ca/fileadmin/contenu/publications/conseil_science techno/etudes_analyses/2010_etude_financement_juillet.pdf), à la p. 23.

associe généralement l'activité des anges. 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.

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

Les auteurs sont unanimes pour considérer que la clarté des objectifs est l'une des conditions clés du succès des politiques publiques⁷⁷. 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 à 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 haut⁷⁸. Leur expérience d'affaires assure qu'ils ont les connaissances requises pour évaluer les projets et pour ensuite intervenir efficacement auprès de l'équipe de direction. Pour Gompers et Lerner⁷⁹, 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.* »

77 Susan P. Strommer, George Lipper et Daniel Sandler, *Seed and Venture Capital: State Experiences and Options, The National Association of Seed and Venture Funds (NASVF) Report* (Chicago : NASVF, 2006) (http://www.ntechnology.org/uploads/files/NASVF_Report_on_State_Capital_Programs-1.pdf), à la p. 22.

78 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 (Cécile Carpentier et Jean-Marc Suret, « On the Usefulness of Tax Incentives for Informal Investors » (2007) 9:1 *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 9(1): 1-22).

79 Gompers et Lerner 2010, supra, note 44.

Comme Sandler⁸⁰, nous considérons que les programmes ne doivent cibler que l'investisseur expérimenté (« *sophisticated* »), qui peut aider l'entreprise davantage que financièrement. Par ailleurs, seuls des investisseurs expérimentés et connaissant bien le domaine sont en mesure de sélectionner les projets et surtout les équipes qui justifient un investissement en capital de risque. Il existe de multiples preuves indiquant que les investisseurs individuels, incluant ceux que la réglementation des valeurs mobilières définit comme des investisseurs qualifiés, réalisent en moyenne des taux de rendement très médiocres. Les investisseurs sans expérience n'ont pas leur place dans le domaine du capital de risque, où les spécialistes eux-mêmes réalisent des taux de rendement souvent médiocres. Comme le soulignent Gompers et Lerner :

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 viable⁸¹.

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.

Le poids administratif du programme doit être le moins élevé possible

Parce que le cycle de vie des produits, et donc les occasions d'affaires, est très court dans les secteurs technologiques, il est important de minimiser la bureaucratie, d'éviter le recours à des approbations par des non-spécialistes et de diminuer le temps requis entre la décision d'investissement et le déboursement. Dans les programmes analysés par la Commission européenne⁸², ce temps varie entre un et 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, parce que les lacunes de financement ne semblent pas les concerner, ou encore parce que les entreprises de ce secteur sont génératrices de fortes externalités négatives non internalisées (en produisant, par exemple, des gaz à effets de serre). Toutefois, il s'agit là d'un problème complexe, puisque les entreprises peuvent générer des

80 Sandler 2004, supra, note 2, aux pp. 215-40.

81 Gompers et Lerner 2003, supra, note 40, à la p. 291.

82 European Commission 2005, supra, note 36.

externalités positives et négatives à divers stades de leur développement, selon Bennear et Stavins⁸³. Ces auteurs proposent l'emploi d'outils complémentaires, mais distincts, afin de limiter ces effets d'externalités négatives. L'interaction entre les politiques de soutien à l'innovation et les objectifs environnementaux est un sujet de recherche important mais qui demeure peu développé⁸⁴. Les anges investissent essentiellement dans des entreprises nouvelles, en phase de R et D et peu susceptibles de fortes externalités environnementales négatives. Il nous semble donc que le contrôle de ces externalités négatives puisse être atteint en limitant simplement les secteurs admissibles.

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

Le programme doit tenir compte des problèmes d'agence

Lerner 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'agence⁸⁵. Les programmes qui offrent des avantages fiscaux doivent être soigneusement définis pour limiter leur détournement. Comme le notent Strommer, Lipper et Sandler, les programmes incitatifs de cette nature induisent fréquemment des comportements non désirés et conduisent à des abus importants, observés notamment en Oklahoma et à Hawaii⁸⁶. L'analyse des cas de détournement des programmes d'incitatifs fiscaux pour les anges⁸⁷ indique plusieurs possibilités de contournement des dispositions pour atteindre des objectifs autres que le développement d'entreprises en démarrage :

- Utilisation du programme pour financer des projets à court terme, tels que la réalisation de films.
- Utilisation des fonds souscrits à des fins autres que le développement de l'entreprise.
- Revente rapide des titres après avoir acquis les crédits.

83 Lori Snyder Bennear et Robert N. Stavins, « Second-Best Theory and the Use of Multiple Policy Instruments » (2007) 37:1 *Environmental and Resource Economics* 111-29.

84 IWT-Observatory, Patries Boekholt, éd., *Innovation Policy and Sustainable Development: Can Innovation Incentives Make a Difference?* Contributions to a Six Countries Programme Conference, February 28-March 1, 2002, (Brussels : IWT-Observatory, 2002) (http://www.be/sites/default/files/english/files/iwt_studie40.pdf).

85 Lerner 2010, supra, note 16, à la p. 17.

86 Strommer, Lipper et Sandler 2006, supra, note 77, aux pp. 14 à 18.

87 Ibid., et Andrew Kato, Sumner La Croix et James Mak, *Small State, Giant Tax Credits: Hawaii's Leap into High Technology Development*, Working Paper n° 09-14 (2009) (http://www.economics.hawaii.edu/research/workingpapers/WP_09-14.pdf).

- 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.
- Transfert des fonds vers une entité qui contrôle l'entreprise admissible.
- Obtention des crédits par des filiales créées pour satisfaire aux exigences du programme.

Les programmes incitatifs doivent être soigneusement conçus 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 pour cent et ont atteint 100 pour cent 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.

Sandler⁸⁸ 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.

Le programme doit être évalué périodiquement

Pour la Commission européenne⁸⁹, il est important d'évaluer périodiquement l'effet des programmes sur les entreprises bénéficiaires. Le contrôle de la qualité devrait d'ailleurs faire partie des programmes. Pour le Groupe de travail sur les aides fiscales aux régions ressources et à la nouvelle économie, il est nécessaire d'évaluer périodiquement le coût et les résultats des mesures par rapport à leur objectif initial⁹⁰.

88 Sandler 2004, supra, note 2.

89 European Commission 2005, supra, note 36.

90 Robert Gagné, Luc Godbout et Guy Lacroix, *À armes égales : Rapport du Groupe de travail sur les aides fiscales aux régions ressources et à la nouvelle économie* (Gouvernement du Québec, 2008) (http://www.groupe.finances.gouv.qc.ca/GTAF/fr/documents/pdf/Rapport_GTAF.pdf).

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 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.

Les autres recommandations

Il existe un ensemble d'autres recommandations, que nous n'analysons pas en détail pour ne pas alourdir le texte. Gompers et Lerner⁹¹ 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.

Sandler⁹² recommande également (1) de ne consentir l'avantage que pour des investissements en capital-actions, ce qui inclut les actions privilégiées convertibles, parfois utilisées pour éviter la dilution du capital-actions, (2) de ne pas rembourser les crédits, mais de les reporter en avant (pour réduire le coût du programme et pour mieux apparier les bénéficiaires des entreprises et les crédits d'impôt), (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 Lerner⁹³, il est essentiel que les programmes mis en place aient une durée de vie assez longue pour produire des effets. Des cycles d'investissement de cinq à sept 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.

91 Gompers et Lerner 2003, supra, note 40, à la p. 292.

92 Sandler 2004, supra, note 2.

93 Lerner 2010, supra, note 16.

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

ANALYSE DES PROGRAMMES OFFRANT DES CRÉDITS À L'ENTRÉE

Nous présentons dans un premier temps les principales caractéristiques des programmes d'incitation fiscale pour les anges dans le monde. Nous passons ensuite en revue les résultats des rares analyses de ces programmes qui sont disponibles. Dans une troisième étape, nous analysons un programme type de chaque région à l'aide des critères définis à la section précédente⁹⁴.

Vue d'ensemble des programmes

Les programmes américains

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*⁹⁵ ». Nous en présentons une liste ainsi que les principales caractéristiques à l'annexe 1. Ces programmes partagent les mêmes principes de base. Ils procurent

94 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/>. Une liste de 21 programmes, dressée par Ezugo Nwosu, à partir d'un chiffrer du Connecticut Technology Council, a servi de point de départ de l'analyse aux États-Unis : <http://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Public%20Policy/State/StateTaxCredits2010.xls>.

Nous avons également exploité les travaux qui évoquent certains de ces programmes (David A. Hughes, « Angel Investment Tax Credits: A Win-Win-Win for Taxpayers, New Ventures, and the States » (2010) 20:8 *Journal of Multistate Taxation and Incentives*). Dans une seconde étape, nous avons systématiquement cherché l'information pertinente auprès des autorités concernées des divers États, pays ou provinces. Nous avons cherché 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 cherché les travaux universitaires qui les évoquaient.

95 Jonathan Loritz, *State Strategies To Promote Angel Investment for Economic Growth*, Issue Brief (Washington, DC : NGA Center for Best Practices, 2008) (<http://www.nga.org/files/live/sites/NGA/files/pdf/0802ANGELINVESTMENT.PDF>) et Jeffrey Williams, *Tax Credits and Government Incentives for Angel Investing in Various States*, Belmont University Working Paper (2008) (<http://www.angelcapitalassociation.org/data/Documents/Public%20Policy/State/Tax%20Credits%20-%20Jeffrey%20Williams.pdf>).

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, 2000-2012*, National Tax Foundation, disponible à <http://www.taxfoundation.org/taxdata/show/228.html>.

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

| Principes | Critères d'évaluation dans le domaine des incitatifs à la promotion des activités des anges investisseurs | Abréviation du critère |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------|
| Le programme devrait cibler une réelle carence de marché, bien identifiée | Le mécanisme exclut certains secteurs pour lesquels les lacunes de marché ne sont pas évidentes et où l'innovation est généralement peu présente. | C1a |
| | Le mécanisme exclut le financement des étapes de développement qui ne correspondent pas aux critères du capital de démarrage. | C1b |
| | Le mécanisme définit les limites des placements ou entreprises admissibles en se référant à la notion de stade de développement. | C1c |
| Le programme devrait avoir des objectifs clairs et permettre la rentabilité des investissements | Le mécanisme cible spécifiquement les anges investisseurs au sens strict du terme, c'est-à-dire les individus qui, en plus de financer l'entreprise, ont l'expérience et les compétences requises pour appuyer efficacement les entreprises en démarrage et réaliser des taux de rendement acceptables. | C2 |
| Le poids administratif du programme devrait être le moins élevé possible | Le mécanisme ne requiert ni processus d'approbation préalable, ni analyse de l'admissibilité des placements par une instance gouvernementale. Les investisseurs impliqués dans le programme ont toute latitude pour sélectionner et évaluer les projets. | C3 |
| Le programme devrait tenir compte des problèmes d'agence | Les programmes doivent être conçus de façon à réduire le plus possible les possibilités de contournement des règles, en tenant compte du fait que les tentatives de contournement sont inévitables. | C4 |
| Le programme devrait être évalué périodiquement | Des mécanismes sont mis en place pour permettre l'évaluation périodique du programme. | C5 |

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 \$ au Kentucky⁹⁶ et 1 million de dollars en

⁹⁶ Les fonds peuvent toutefois être gérés par des professionnels. Le crédit de 40 pour cent 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*, 307 KAR 6:010 (<http://www.thinkkentucky.com/kyedc/pdfs/kifa.pdf>).

Oklahoma). Compte tenu de la petite taille de ces fonds et de l'absence de vente des parts au public, nous avons considéré ces programmes comme étant destinés aux anges investisseurs. Les programmes diffèrent d'un État à l'autre sur le plan des modalités telles que le type d'investisseurs, d'entreprises et de placements admissibles. La principale différence entre les États se situe au niveau des entreprises ciblées. Certains États définissent très largement les secteurs admissibles. Par exemple, la version 2011 du *Small Business Capital Investment Tax Incentive Program* de l'Arizona⁹⁷ 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 pour cent 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.

Nous présentons ci-après les détails d'un programme type : l'*Angel Investor Tax Credit*⁹⁸. Ce programme a été instauré dans l'État de la Géorgie 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 Géorgie⁹⁹.

Un crédit d'impôt de 35 pour cent est offert pour un investissement dans une entreprise admissible. 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 admissible est une société (« *corporation, limited partnership* ou LLC ») située en Géorgie, principalement impliquée en technologie ou dans le secteur manufacturier. L'entreprise doit avoir moins de trois ans au moment de

97 Disponible à <http://fr.azcommerce.com/angelinvestment.aspx>.

98 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.

99 Des analyses des dispositions de ce programme sont accessibles aux adresses suivantes : http://www.hawcpa.com/pdf/Angel_Investor_Tax_Credit.pdf, <http://www.angelcapitaleducation.org/newsletter-detail/289-id.209715361.html>, http://www.georgia.org/SiteCollectionDocuments/Business/Taxation/Angel_Investor_Tax_Credit.pdf, <http://www.dlapiper.com/new-angel-tax-credits-reward-investment-in-georgia-based-startups/>.

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 admissibles pour une année.

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

Les investisseurs admissibles doivent être des investisseurs qualifiés (au sens de la réglementation D de la Security Exchange Commission (SEC)) qui résident en Géorgie. 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 admissibles. Cela exclut les fonds de capital de risque, les fonds de couverture ou dédiés impliquant des investisseurs institutionnels.

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

Les programmes en dehors de l'Amérique du Nord

L'Association européenne des réseaux d'anges rapporte l'existence de nombreux programmes d'avantages fiscaux pour les anges investisseurs en Europe. Toutefois, dans la majorité des cas, le document renvoie à l'absence d'imposition sur les gains en capital¹⁰⁰ 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 conçus pour les investisseurs individuels, qui ont été implantés en France, au Royaume-Uni, en Irlande et au Portugal. Nous nous concentrons ici sur l'un des plus anciens programmes instaurés en Europe, l'*Enterprise Investment Scheme* (EIS)¹⁰¹. Nous évoquons également le programme implanté récemment au Portugal, qui corrige certaines des faiblesses de l'EIS.

100 EBAN 2009, supra, note 9.

101 Marc Cowling, Peter Bates, Nick Jagger et Gordon Murray, *Study of the Impact of the Enterprise Investment Scheme (EIS) and Venture Capital Trusts (VCTs) on Company Performance*, HM Revenue & Customs Research Report 44 (Brighton, UK : HM Revenue & Customs, 2008) (<http://www.hmrc.gov.uk/research/report44.pdf>) et Marc Cowling, Gordon Murray et Pete Bates, « Promoting Equity Flows into Smaller Businesses: The UK Enterprise Investment Scheme and Venture Capital Trusts », dans João Leitão et Rui Baptista, éd., *Public Policies for Fostering Entrepreneurship: A European Perspective* (New York : Springer, 2009), 207-30.

L'ENTERPRISE INVESTMENT SCHEME

L'EIS, mis en place en 1994 au Royaume-Uni, succédait au *Business Expansion Scheme*, qui offrait lui aussi des crédits aux particuliers qui investissaient dans les petites entreprises, mais dont le fonctionnement avait soulevé plusieurs problèmes graves¹⁰². L'EIS incite les particuliers à investir directement dans des sociétés à forte croissance en phase de démarrage¹⁰³, en permettant de déduire 20 pour cent du montant des investissements (qui ne doivent pas dépasser 500 000 livres par année) des impôts. Les conditions s'appliquent pour un investissement dans de nouvelles actions ordinaires d'une société non cotée à une bourse reconnue, non contrôlée par une autre compagnie et avec une durée minimale de détention de trois ans.

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

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 pour cent des montants investis dans les entreprises admissibles. Le total des crédits ne peut excéder 15 pour cent de l'impôt à payer. 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 d'anges investisseurs.

102 R.T. Harrison et C.M. Mason, « The Role of the Business Expansion Scheme in the United Kingdom » (1989) 17:2 *Omega* 147-57.

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

Un 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 CAS DE SINGAPOUR

L'*Angel Investors Tax Deduction Scheme*, mis en place en 2010 à Singapour, est l'un des très rares programmes effectivement destinés et limités aux anges¹⁰⁴. Il est géré par l'Agence de développement économique du gouvernement pour les PME, nommée SPRING. Ses principales caractéristiques sont les suivantes.

Un ange agréé qui réalise un investissement admissible d'au moins 100 000 SG dollars (soit environ 81 000 dollars) dans une « *startup* » admissible une année donnée obtient une déduction du revenu imposable à la fin de la seconde année de détention des titres. Cette déduction est de 50 pour cent du montant investi, dans la limite de 500 000 SG dollars d'investissement par année.

Les anges doivent s'enregistrer auprès de SPRING et faire leur premier investissement, en leur nom, dans les 12 mois de l'obtention de leur statut. Les investissements faits au moyen de sociétés, de fiducies, de fonds ou autres véhicules d'investissement ne sont pas admissibles. L'ange doit démontrer sa capacité à faire croître l'entreprise. Pour cela, il doit être soit un ange investisseur expérimenté dans les investissements de prédémarrage (« *early-stage* »), soit un entrepreneur expérimenté avec une expérience en entrepreneuriat, soit un « *senior management professional/executives* » avec une expérience d'entreprise dans le domaine.

L'entreprise admissible est une entreprise en démarrage incorporée et exploitée à Singapour depuis moins de trois ans et qui n'est inscrite à 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 pour cent du capital ou 25 pour cent des dettes pendant les deux ans avant le premier investissement. Les investissements admissibles doivent être en espèces pour des actions nouvellement émises. Les actions privilégiées ne doivent donner droit à aucun dividende fixe ou garanti pendant les deux ans suivant l'investissement et ne peuvent pas être rachetées pendant cette période. L'investissement total dans l'année qui suit le premier placement doit atteindre 100 000 SG dollars. Le programme concerne les investissements effectués entre le 1^{er} mars 2010 et le 31 mars 2015.

104 Les détails du programme sont disponibles à <http://www.spring.gov.sg/Entrepreneurship/FSP/Pages/Angel-Investors-Tax-Deduction-Scheme.aspx>. Voir également *Angel Investors Tax Deduction Scheme: Frequently Asked Questions*, disponibles à http://www.spring.gov.sg/Entrepreneurship/FSP/Documents/aitd/AITD_FAQs.pdf.

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

ISRAËL

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

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

Ce programme peut sembler à première vue très généreux, sans compter qu'il cible les entreprises innovantes. Il s'inscrit dans un contexte de très faibles déductions fiscales associées aux dépenses de R et D¹⁰⁵. Il ne concerne les anges que s'ils sont désireux de s'impliquer dans les phases très précoces de développement, ce qui n'est pas le cas généralement.

105 L'OECD Economic Surveys: Israel 2009 (Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), *Étude économique d'Israël 2009* (Paris : OECD, 2009) (<http://www.oecd.org/fr/israel/etudeeconomiquedisrael2009.htm>)) indique que cet État procure essentiellement des subventions remboursables en cas de succès. Les comparaisons menées par l'OCDE situent ce pays à l'avant-dernier rang, sur 29 pays, en ce qui concerne la générosité des incitatifs fiscaux à la R et D. Voir OCDE, *Science, technologie et industrie : Tableau de bord de l'OCDE* (Paris : OCDE, 2007), à la p. 73 (http://www.oecd-ilibrary.org/fr/science-and-technology/science-technologie-et-industrie-tableau-de-bord-de-l-ocde-2007_sti_scoreboard-2007-fr). Ces comparaisons placent cependant Israël au premier rang mondial en ce qui concerne les dépenses de R et D rapportées au produit national brut, voir OECD *Factbook 2011-2012*, section on Expenditure on R&Ds à http://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-factbook_18147364;jsessionid=8li79kc06nl9o.epsilon.

Le Canada

VUE D'ENSEMBLE

Des mécanismes ont été instaurés dans plusieurs provinces, notamment en Colombie-Britannique, au Manitoba, en Nouvelle-Écosse, au Nouveau-Brunswick, à Terre-Neuve et au Yukon. The National Angel Capital Organization (NACO) milite activement auprès des gouvernements fédéral et ontarien pour promouvoir l'adoption de programmes de même nature (*The Innovation and Productivity Tax Credit*). L'Alberta est considérée comme ayant une fiscalité favorable aux anges, en raison de l'absence d'impôt provincial sur les gains en capital¹⁰⁶.

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 pour cent 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 à 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 *Programme de crédit d'impôt pour les investisseurs dans les petites entreprises* a été lancé en 2003. Il est ouvert à tous les investisseurs qui bénéficient d'un crédit non remboursable égal à 30 pour cent des investissements, plafonné à 250 000 \$ par année depuis 2009¹⁰⁷.

En Nouvelle-Écosse, l'*Equity Tax Credit* (ETC) existe depuis 1994. Depuis janvier 2010, il offre un crédit égal à 35 pour cent de l'investissement effectué par un particulier dans une entreprise admissible¹⁰⁸. 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 programme¹⁰⁹. Toutefois, l'échantillon est de petite taille et les méthodes d'analyses reposent sur l'hypothèse que 75 pour cent 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 pour cent, modulé selon les régions, pour des

106 Voir NACO, supra, note 15.

107 Voir <http://www.gnb.ca/0162/tax/sbitc/testpetitesentreprises-f.asp>.

108 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>.

109 Nova Scotia, Department of Finance, *Tax Credit Review* (<http://www.gov.ns.ca/finance/publish/taxcredit/>).

investissements qui peuvent atteindre 700 000 \$. Le crédit annuel est plafonné à 50 000 \$¹¹⁰. 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 pour cent du montant investi dans une entreprise admissible. 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 retraite¹¹¹. Tous les contribuables sont admissibles. Les entreprises bénéficiaires doivent rapporter des revenus. Les secteurs de l'immobilier et des pratiques professionnelles sont exclus. Le régime se distingue en octroyant les crédits pour des prêts non garantis. Les titres doivent être détenus pendant quatre années.

En Ontario, un programme a été évoqué en 2011, mais cette annonce n'a pas été suivie d'effet. Un sommaire des programmes canadiens figure à l'annexe 3. Nous analysons le programme EBC mis en place en Colombie-Britannique, parce qu'il est le plus ancien et le plus largement étudié.

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 pour cent de l'investissement admissible. 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 pour les investisseurs individuels, créé en 2003, est nommé *Eligible Business Corporations* (EBC). Les « *non-retail VCC* » ne vendent pas de parts aux investisseurs au détail et sont parfois considérés comme des « *Angel VCC* » parce que les seuls investisseurs autorisés à y investir sont qualifiés au sens des valeurs mobilières¹¹². Ce type de fonds n'émet pas de prospectus et permet le même crédit d'impôt que l'EBC. Le plus connu de ces fonds est le *Western Universities Technology Innovation Fund* (WUTIF Capital), qui a investi dans plus de 50 entreprises. Nous considérons, comme Brander, Egan et Boardman¹¹³, que les capitaux investis ainsi sont des placements de portefeuille. Alors que les anges investissent directement dans les

110 Terre-Neuve-et-Labrador, *Direct Equity Tax Credit* (http://www.fin.gov.nl.ca/fin/tax_programs_incentives/business/directequitytaxcredit.html).

111 Yukon, *Small Business Investment Tax Credit* (<http://www.economicdevelopment.gov.yk.ca/general/sbitc.html>).

112 Josh Lerner, Thomas F. Hellmann et Ilkin Ilyaszade, *Angels in British Columbia*, Harvard Business School BGIE Unit Case n° 811-100 (Boston : Harvard Business School, 2011).

113 James A. Brander, Edward J. Egan et Anthony E. Boardman, *The Equity Capital Program in British Columbia: An Assessment of Capital Availability, Program Efficiency, and Policy Alternatives* (Vancouver : Sauder School of Business, University of British Columbia, 2005) (<http://evc.sauder.ubc.ca/downloads/ECPApril2005.pdf>).

entreprises et s'y impliquent, les « *non-retail VCC* » sont administrés par des professionnels¹¹⁴. Nous n'approfondissons donc pas ce programme.

LE PROGRAMME EBC DE LA COLOMBIE-BRITANNIQUE

Ce programme s'adresse aux investisseurs individuels. Nous utilisons la mise à jour de juin 2011 des règles de ce programme.

Pour être admissible, l'entreprise doit : (1) avoir moins de 100 employés, (2) payer au moins 75 pour cent des salaires et traitements à des employés permanents de la Colombie-Britannique, (3) lever au moins 25 000 \$, (4) être engagée de façon significative dans l'un des secteurs d'activité définis¹¹⁵. 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.

Les analyses antérieures de ces programmes

Les programmes américains

Il existe peu d'études publiques récentes de la performance des programmes des États américains. Selon Loritz :

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 quality¹¹⁶.

114 Selon Lerner, Hellmann et Ilyaszade 2011, supra, note 112, les « *Angel VCCs* » pouvaient également s'appliquer aux investissements dans une seule entreprise. Toutefois, après l'introduction du programme EBC, les investisseurs ont cessé d'utiliser les « *Angel VCCs* » à cette fin.

115 Il s'agit de la fabrication, le traitement ou l'exportation de biens à valeur ajoutée, le tourisme local, la recherche et le développement de technologies dont elle est propriétaire, le développement de produits interactifs multimédias ou encore participer à la diversification économique hors de la région métropolitaine. La description des règles du programme est disponible à <http://www.jti.gov.bc.ca/ICP/VCP/EligibleBusinessCorp/index.htm>.

116 Loritz 2008, supra, note 95, à la p. 9.

L'utilité et l'efficacité des programmes basés sur les incitatifs fiscaux ne semblent pas faire l'unanimité aux États-Unis, et l'absence d'études bénéfico-coûts crédibles est l'un des reproches les plus souvent mentionnés. Un sommaire des efforts entrepris en ce domaine indique la pauvreté des cadres d'analyse et la faiblesse des indicateurs employés¹¹⁷.

La mesure de performance généralement utilisée pour mesurer l'effet des programmes est le nombre et le montant des financements dont ont bénéficié les entreprises, ou encore l'augmentation de ces financements¹¹⁸. Les montants levés sont rapportés aux crédits octroyés. Un ratio positif est vu comme un indicateur de succès¹¹⁹. Cette approche ne permet pas d'évaluer correctement les coûts et bénéfices des incitatifs fiscaux. Elle ne permet pas de déterminer quelle proportion des financements est directement imputable au programme, ignore la qualité des projets financés et néglige de prendre en compte la pérennité des entreprises financées¹²⁰. Le programme mis en place à Hawaii, qui présentait 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, La Croix et Mak¹²¹ décrivent l'évolution de ce programme qui, selon les données du ministère¹²², a coûté 857,6 millions de dollars entre 2001 et 2009 et en vertu duquel le gouvernement devrait encore verser 847,2 millions de dollars, car les crédits sont étalés sur cinq années¹²³. Les 163 entreprises financées 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

117 John R. Hendon, Joseph R. Bell, Brittany Blair et Don K. Martin, « State-Funded Angel Investor Tax Credits: Implementation and Perceived Effectiveness in a Sample of States Within the United States » (2012) 1:1 *Journal of Entrepreneurship and Public Policy* 50-62.

118 Tom Eikenberry, « A Tennessee Seed Capital Qualified Investment Tax Credit: A Survey and Concrete Proposal for Legislative Action » (2002-2003) 4:2 *Tennessee Journal of Business Law* 105-208; et Hendon, Bell, Blair et Martin 2012, supra, note 117.

119 Williams 2008, supra, note 95, à la p. 8.

120 Au Canada, les entreprises financées par les fonds de capital de risque appuyés par les gouvernements, le plus souvent par l'intermédiaire de la fiscalité, ont des performances inférieures à celles financées par les fonds privés, sur un vaste ensemble de critères (James A. Brander, Edward Egan et Thomas F. Hellmann, « Government Sponsored Versus Private Venture Capital: Canadian Evidence », dans Josh Lerner et Antoinette Schoar, eds., *International Differences in Entrepreneurship* (Chicago : University of Chicago Press, 2010). On ne peut exclure que les effets des avantages fiscaux soient identiques dans les cas des anges.

121 Supra, note 87, à la p. 23.

122 Hawaii, Department of Taxation, *The Impact of the High Technology Business Investment Tax Credit on Hawaii's Economy for Calendar Year 2009*, décembre 2010, disponible à http://www6.hawaii.gov/tax/stats/act206_2007/2010hitec_rpt_20101124_final.pdf.

123 Ibid., à la p. 4.

admissibles seulement ont été en activité pendant au moins six années. Toutefois, Kato, La Croix et Mak¹²⁴ estiment que les nombreuses lacunes observées dans les rapports remis par les entreprises ne permettent pas d'estimer correctement l'effet du programme. De nombreuses entreprises non technologiques ont 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. Hu¹²⁵ observe également les sérieuses lacunes de ce programme et suggère d'importantes modifications, incluant la réduction du taux des crédits. Ce programme s'est terminé en 2010.

L'EIS du Royaume-Uni

Le programme EIS a été évalué à plusieurs reprises. Boyns, Cox, Spires et Hughes 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 2000/01¹²⁶. [...] The estimated cost of the EIS in terms of tax forgone has been 55-66 pence for every additional £1 invested through it¹²⁷.

Le programme permet donc d'orienter les fonds vers des entreprises cibles. Toutefois, les analyses récentes des entreprises financées indiquent qu'elles sont moins performantes que les entreprises comparables qui n'ont pas bénéficié de fonds souscrits dans le cadre du programme. En particulier, les marges et la productivité du travail sont largement inférieures dans le groupe EIS que dans l'échantillon de comparaison¹²⁸. 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 moins performantes que les entreprises comparables est cohérente avec la structure du programme. Il incite des individus non qualifiés à investir dans des sociétés fermées de petite taille. En dépit des avantages fiscaux qu'il procure, le programme est relativement peu populaire. En 2008-2009, il aurait été utilisé par 10 000 personnes, selon les données rapportées par le ministère des Finances. À titre de comparaison, 153 000 individus ont participé au Régime d'épargne-actions du Québec, en 1986, pour une population dix fois moindre.

124 Supra, note 87, à la p. 23.

125 David H. Hu, « Seed Capital Is Not Enough: Lessons from Hawaii's Attempt To Develop a High-Technology Sector » (2007-2008) 30:1 *University of Hawaii Law Review* 401-22.

126 Nic Boyns, Mark Cox, Rod Spires et Alan Hughes, *Research into the Enterprise Investment Scheme and Venture Capital Trusts, A Report for Inland Revenue* (Cambridge, UK : Inland Revenue, 2003) (<http://www.hmrc.gov.uk/research/report.pdf>), à la p. ii.

127 Ibid., à la p. vi.

128 Cowling, Bates, Jagger et Murray 2008, supra, note 101, à la p. 10.

Les limites de l'EIS ont conduit le gouvernement à analyser la politique en ce domaine, au moyen d'un document de consultation lancé en juillet 2011¹²⁹. Ce document consacre une partie importante à la définition des anges¹³⁰ et à celle de l'investissement de démarrage. Il propose un autre programme restreint aux seuls anges, définis sur la base de leur expérience et de leur expertise, le *Business Angel Seed Investment Scheme*. La consultation a conduit à la définition du SEIS qui incorpore la notion de « *seed companies* ». Il entre en application en avril 2012¹³¹. La proposition finale abandonne, à regret, la notion de définition des anges, jugée difficile à appliquer¹³². Le programme SEIS offre un crédit de 50 pour cent, en plus de l'exemption complète des gains en capital, lorsque les investissements sont effectués dans une entreprise émergente admissible (« *eligible seed stage company* ») qui a moins de deux ans et planifie de démarrer une activité nouvelle; cette entreprise emploie moins de 25 employés et son actif net ne dépasse pas 200 000 livres lors de l'investissement. Les sociétés cotées à une bourse reconnue sont exclues. Le montant maximal autorisé est de 100 000 livres par année. Les fonds, levés sous la forme exclusive de capitaux propres, doivent être utilisés dans les trois ans. Toutes les modalités de ce programme ne sont pas encore connues avec précision¹³³. Il semble toutefois corriger une lacune évidente des programmes précédents en ciblant avec précision les étapes du démarrage et du prédémarrage des entreprises. Le programme EIS sera également modifié en 2012, notamment pour exclure l'acquisition d'actions des activités admissibles ainsi que certains secteurs d'activité. Les montants admissibles augmentent de 500 000 livres à 1 million de livres, le crédit passe de 20 à 30 pour cent et la taille minimale des entreprises augmente fortement. L'objectif énoncé est de recentrer le programme sur les entreprises les plus risquées et d'exclure par ailleurs celles qui peuvent se financer, mais l'augmentation des seuils ne semble pas aller dans ce sens.

129 HM Treasury, *Tax-Advantaged Venture Capital Schemes: A Consultation* (HM Treasury, 2011) (http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consult_condoc_tax_advantage_venture_capital.pdf).

130 Ibid., questions 14 à 18, à la p. 14.

131 HM Treasury, *Tax-Advantaged Venture Capital Schemes: Response to Consultation* (HM Treasury, 2011) (http://www.hm-treasury.gov.uk/d/condoc_responses_venture_capital.pdf).

132 Le rapport énonce ceci (ibid., la partie 2.40, à la p. 15) :

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

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

Le programme EBC de la Colombie-Britannique

Hellmann et Schure¹³⁴ 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 « *non-retail funds* ». 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 programme¹³⁵. 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, Egan et Boardman estimaient l'augmentation des investissements imputables aux divers programmes entre 50 et 60 pour cent¹³⁶. 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 et Thomas¹³⁷ présentent les activités de VANTEC, l'un des principaux réseaux d'anges de la Colombie-Britannique. Ils évaluent à 20 pour cent la proportion des entreprises dont le financement est associé au VCP. Hellmann, Ilyaszade et Lee ont administré un questionnaire aux anges investisseurs en Colombie-Britannique¹³⁸. Les réponses indiquent une forte sensibilité aux avantages fiscaux consentis. Quatre-vingts pour cent des anges interrogés ont déclaré avoir réclamé les crédits disponibles et ceux qui ne l'ont pas fait n'étaient généralement pas admissibles, car ils ne résidaient pas en Colombie-Britannique. Si le programme n'avait pas existé, 73,8 pour cent des répondants

134 Hellmann et Schure 2010, *supra*, note 34.

135 Sandler 2004, *supra*, note 2.

136 Brander, Egan et Boardman 2005, *supra*, note 113, à la p. 34.

137 Thealzel Lee et Dave Thomas, *Final Report: Survey of the Vancouver Angel Technology Network (VANTEC) Activities*, Rocket Builders, 2006 (http://www.rocketbuilders.com/reports/VANTEC_Final_Report_Apr_30_06.pdf).

138 Thomas Hellmann, Ilkin Ilyaszade et Thealzel Lee, *Angels in British Columbia: Preliminary Survey Results*, Working Paper (Vancouver : University of British Columbia, 2010) (<http://strategy.sauder.ubc.ca/hellmann/pdfs/Angels%20in%20BC%20Preliminary%20Survey%20Report%20October%202010.pdf>).

auraient investi des sommes moins élevées et 41,3 pour cent auraient cherché à investir davantage aux États-Unis. Seuls 11,9 pour cent des répondants affirment qu'ils n'auraient pas investi du tout.

Analyse des programmes selon la grille d'analyse

Nous passons en revue chacun des programmes pour vérifier dans quelle mesure les critères de bon fonctionnement sont respectés. Le tableau 3 récapitule cette information pour les programmes types pouvant être analysés.

Cibler une carence de marché bien identifiée

EXCLUSION DE CERTAINS SECTEURS

Selon le 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. Aucun des programmes analysés ne renvoie spécifiquement à la dimension de l'innovation et ce premier critère ne peut donc pas être complètement respecté.

Aux États-Unis, le secteur manufacturier est admissible au programme type de Géorgie. Au Royaume-Uni, les secteurs de l'immobilier et de la finance sont exclus, mais ceux des services et du commerce sont admissibles. Le Portugal exclut certains secteurs tels que la finance et l'immobilier. Au Canada, le programme type EBC de la Colombie-Britannique exclut les secteurs de l'immobilier et de la finance, ainsi que celui des services, sauf s'ils touchent au tourisme. À Singapour, les secteurs de l'immobilier et de la finance sont exclus, mais pas celui des services, et la notion d'innovation n'est pas spécifiquement évoquée. Toutefois, dans la mesure où seuls des anges confirmés peuvent bénéficier de ce programme, seules des entreprises innovantes susceptibles de générer des rendements satisfaisants devraient être financées.

EXCLUSION DES ÉTAPES NE CORRESPONDANT PAS AUX CRITÈRES DU CAPITAL DE DÉMARRAGE

Le critère 1b pose que le mécanisme exclut le financement des étapes de développement qui ne correspondent pas aux critères du capital de démarrage. Seul le programme type américain semble effectivement s'appliquer 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.

Le programme de Singapour respecte partiellement ce critère. 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 toutefois posé. De la même façon, le programme du Portugal respecte partiellement ce critère. Les entreprises ne doivent pas être cotées en bourse et la majorité de leurs actions ne doit pas être détenue par une autre compagnie (à l'exception des fonds de capital de risque). Les entreprises doivent être agréées par une instance gouvernementale (IAPMEI).

Au Canada, le programme EBC ne vise pas particulièrement les étapes de démarrage, puisque la limite de taille est établie à 100 employés. Au Royaume-Uni, le programme EIS ne semble pas s'adresser aux projets en démarrage. La moyenne des revenus des entreprises admissibles s'établit à 9,2 millions de livres, avec une médiane de 1,9 million de livres¹³⁹. Toutefois, 70 pour cent des entreprises qui ont bénéficié du programme EIS ont moins de trois ans¹⁴⁰. Même si le programme EIS cible les entreprises non cotées, les entreprises inscrites sur l'Alternative Investment Market (AIM) sont admissibles, cette bourse n'étant pas reconnue. Ce programme offre donc des crédits d'impôt pour des investissements en actions de sociétés ouvertes qui ont accès au financement public.

LES LIMITES FONT RÉFÉRENCE AU STADE DE DÉVELOPPEMENT

Selon le critère 1c, le mécanisme définit les limites des placements ou entreprises admissibles en se référant à la notion de stade de développement. Seul le programme type américain respecte ce critère, dans la mesure où il renvoie au capital levé et au début des ventes. Aucun des autres programmes ne renvoie à la notion de stade de développement. Au Royaume-Uni, le programme EIS retient l'actif total comme seul critère à ce chapitre.

Avoir des objectifs clairs et permettre la rentabilité des investissements

Selon le 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. Deux programmes respectent ce critère. À Singapour, un dispositif d'accréditation des anges a été mis en place. Le Portugal a également instauré un tel dispositif par l'intermédiaire des réseaux d'anges reconnus par une agence gouvernementale (IAPMEI) ou des autorités en valeurs mobilières.

Aucun des autres programmes ne respecte ce critère. En Géorgie, tout investisseur qualifié selon les dispositions de la réglementation des valeurs mobilières est admissible. Le programme ne cible donc pas spécifiquement les anges. Au Royaume-Uni, 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 raisonnable¹⁴¹. Au Canada, tout investisseur agréé au sens des valeurs mobilières peut participer au programme.

139 Cowling, Bates, Jagger et Murray 2008, supra, note 101.

140 Ibid., à la p. 27.

141 Ces dispositions sont décrites sous le titre : *VC25080 — 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/eis/part1/1-3.htm>.

TABEAU 3 Récapitulation de l'analyse des programmes types offrant des crédits à l'entrée selon les critères d'évaluation des programmes, basés sur les recommandations des organismes et des spécialistes (présentés au tableau 2). R signifie que le programme respecte le critère, PR qu'il le respecte partiellement et NR qu'il ne le respecte.

| | États-Unis (Géorgie) | Royaume- Uni (EIS) | Singapour | Portugal | Canada (EBC) |
|---------------------------------------------------------------|-------------------------|-----------------------|-----------|----------|-----------------|
| C1a Exclure certains secteurs et tenir compte de l'innovation | PR | PR | PR | PR | PR |
| C1b Exclure le financement postérieur au capital de démarrage | R | NR | PR | PR | NR |
| C1c Référence au stade de développement | R | NR | NR | NR | NR |
| C2 Cibler spécifiquement les anges | NR | NR | R | R | NR |
| C3 Poids administratif réduit | R | R | R | R | R |
| C4 Tenir compte des problèmes d'agence | PR | PR | PR | PR | PR |
| C5 Évaluation périodique | NR | NR | NR | NR | NR |

Poids administratif peu élevé

Selon le 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. Tous les programmes analysés respectent ce critère. En Géorgie, il suffit que les entreprises technologiques s'enregistrent pour devenir admissibles. Cependant, cette admissibilité a une durée limitée à une seule année, ce qui peut représenter un travail administratif important. Au Royaume-Uni, le processus d'approbation du programme EIS vise surtout l'utilisation des fonds. À Singapour, le processus vise la qualification de l'ange et non celle des projets ou des entreprises. Au Portugal, il vise à agréer les réseaux d'anges, qui ensuite attestent de l'admissibilité des anges. Les entreprises et les circonstances de la collecte de fonds doivent toutefois aussi être certifiées par une agence gouvernementale. Au Canada, le programme EBC requiert que l'entreprise s'enregistre et respecte un certain nombre de critères relatifs aux secteurs d'activité et à la taille. Les investisseurs sont ensuite libres de sélectionner les entreprises.

Tenir compte des problèmes d'agence

Selon le 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. Le programme type américain respecte partiellement ce critère. Il 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. Au Portugal, le programme respecte partiellement ce critère. Il stipule que les investisseurs ne doivent pas avoir de liens familiaux avec les entreprises. L'investissement ne peut porter que sur du capital-actions. La durée de l'investissement est au maximum de 10 ans.

Trois autres programmes respectent partiellement le critère en faisant référence à l'utilisation des fonds. Selon le programme EIS, l'investisseur ne doit avoir aucun lien avec la société admissible 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. À Singapour, l'investisseur ne doit avoir aucun lien avec la société admissible durant la période qui couvre les deux années antérieures au placement. Selon le programme type canadien, l'investisseur ne doit avoir aucun lien avec la société admissible durant la période qui couvre les deux années antérieures au placement. L'article 28.93, en ligne sur le site du Ministère¹⁴², énumère une longue liste d'utilisations prohibées des fonds levés. Le transfert des titres est strictement encadré.

Évaluation périodique

D'après le critère 5, des mécanismes devraient être mis en place pour permettre l'évaluation périodique du programme. Aucun des programmes analysés ne respecte ce critère, dans la mesure où aucune disposition n'est explicitement prévue à ce titre. Dans deux cas toutefois, des données semblent disponibles pour l'analyse. C'est le cas du programme EIS. Des données sont accessibles pour chacune des entreprises financées, mais les travaux qui les ont exploitées mettent en évidence d'importantes lacunes¹⁴³. C'est le cas également du programme canadien, pour lequel des données analysables sont au moins partiellement collectées. Les diverses analyses du programme indiquent toutefois que de nombreux dossiers sont incomplets.

142 Disponible à <http://www.jti.gov.bc.ca/ICP/VCP/EligibleBusinessCorp/IneligibleTransactions.htm#section28.93>.

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

Conclusion

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

La faiblesse majeure du programme de Géorgie 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 une exception près. L'annexe 1 montre qu'un seul État demande que les investisseurs répondent à la définition des anges. Il s'agit d'un projet en cours d'approbation au Tennessee. La définition des entreprises admissibles y est également plus précise que dans plusieurs autres États américains.

Deux expériences récentes menées en dehors de l'Amérique du Nord méritent d'être étudiées. Il s'agit des programmes mis en place au Portugal et à Singapour, qui 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. Dans ce pays, les dispositions du programme EIS ne satisfont pas aux critères de qualité des programmes. Il n'a pas été conçu comme un programme pour les anges, même s'il est souvent présenté comme tel. Il est accessible à l'ensemble des individus qui financent les entreprises cibles. Cela 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'a 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. Toutefois, un net changement est perceptible au Royaume-Uni, qui oriente les

programmes vers les entreprises en démarrage, avec notamment l'instauration du SEIS. Cette volonté est également présente dans le cas du programme instauré en 2011 en Israël.

Les programmes implantés dans les provinces canadiennes sont similaires. Les décideurs publics canadiens ne semblent pas suivre la tendance détectée dans les autres États. 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 destinés spécifiquement aux anges investisseurs.

LES PROGRAMMES DE CRÉDIT A POSTERIORI ET DE GARANTIE

Les programmes a posteriori

La réduction des taux

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

Aux États-Unis, depuis 1993, l'article 1202 du *Code des impôts*¹⁴⁴ exempte partiellement d'impôt les gains en capital réalisés sur les actions d'entreprises dont l'actif ne dépasse pas 50 millions de dollars, les « *qualified small business stock* », lorsque ces actions ont été détenues durant plus de cinq années. L'objectif est d'encourager l'investissement dans cette catégorie d'entreprise. Toutefois, compte tenu de la taille des entreprises admissibles, cette disposition ne nous semble pas concerner principalement les anges investisseurs. Les actions doivent être détenues pendant cinq ans, au cours desquels l'entreprise utilise au moins 80 pour cent de ses actifs à des activités admissibles, qui excluent notamment les domaines de la banque, de l'assurance, du financement et du « *leasing* ». Initialement établie à 50 pour cent, la proportion des gains en capital qui échappe à l'impôt a été augmentée à 75 pour cent par le *Recovery and Reinvestment Act of 2009*¹⁴⁵ pour les actions acquises en 2009 et 2010. Le *Small Business Jobs Act of 2010*¹⁴⁶ a établi

144 États-Unis, *Internal Revenue Code of 1986*, tel que modifié (ci-après « le Code »).

145 Pub. L. 111-5, tel que modifié.

146 Pub. L. 111-240, tel que modifié.

l'exemption totale des gains en capital sur les actions des entreprises admissibles, pour la première tranche de 10 millions de dollars de gains, jusqu'à la fin de 2011.

Le programme n'a pas connu un grand succès entre 1993 et 2010 pour plusieurs raisons étudiées par Sergi, Jones et Kuusisto¹⁴⁷. Premièrement, 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. Deuxièmement, l'article 1202 du *Code* de l'impôt maintenait le taux d'impôt des gains en capital excédant la limite de 10 millions de dollars au niveau de 1993, soit 28 pour cent, alors que le taux généralement applicable avait été réduit à 14 pour cent. L'avantage du programme est donc devenu marginal au fil des ans. Même si la moitié des gains était exemptée, le taux effectif demeurerait à 14 pour cent contre 15 pour cent en dehors du programme. L'exemption totale de l'impôt sur les gains en capital, annoncée dans le *Small Business Jobs Act of 2010*, a été saluée comme un progrès important par les associations d'anges. Toutefois, depuis le 1^{er} janvier 2012, la non-imposition des gains est suspendue. Le président des États-Unis a annoncé, le 31 janvier 2012, qu'il proposerait de rendre permanente cette exemption¹⁴⁸.

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

Une exonération viagère partielle des gains en capital existe également au Canada. Le budget fédéral de 2007 a porté cette exonération à 750 000 \$ pour les dispositions admissibles effectuées à partir du 19 mars 2007. Toutefois, nous ne

147 Lisa D. Sergi, Scott S. Jones et Mary B. Kuusisto, *Small Business Stock Incentives: Time for a Fresh Approach*, National Venture Capital Association (NVCA) Policy Paper (Arlington, VA : NVCA, 2008) http://www.nvca.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=62&Itemid=93.

148 Voir *On One-Year Anniversary of Startup America Initiative President Obama Sends Startup America Legislative Agenda to Congress* (Washington, DC : White House, Office of the Press Secretary, January 31, 2012) (<http://www.whitehouse.gov/the-press-office/2012/01/31/one-year-anniversary-startup-america-initiative-president-obama-sends-st>), et « Eliminate Taxation of Capital Gains on Qualified Small Business Stock », dans Tax Policy Center, *Tax Topics: 2012 Budget: Tax Proposals* (<http://www.taxpolicycenter.org/taxtopics/Eliminate-Taxation-on-Capital-Gains-on-Qualified-Small-Business-Stock.cfm>).

considérons pas qu'il s'agisse d'une disposition très significative pour les anges tels que nous les avons définis. Ceux-ci ont, le plus souvent, cédé avec profit une ou des entreprises dans le passé et donc utilisé cette exemption. Une disposition de même nature existe au Royaume-Uni, sous le terme de « *entrepreneurs' relief* ». Elle permet l'imposition des gains à un taux réduit de 10 pour cent (au lieu de 28 pour cent depuis 2010) dans la limite de 5 millions de livres. Le montant relativement élevé peut faire de cette disposition un dispositif incitatif pour les anges, mais les conditions peuvent amener des effets indésirables¹⁴⁹.

Le report de l'imposition

Les dispositions relatives au report de l'imposition sur certains placements (« *rollover* ») permettent de réduire la valeur actualisée de l'impôt sur les gains en capital en le reportant. Au Canada, l'article 44.1 de la Loi de l'impôt sur le revenu¹⁵⁰ permet de différer l'impôt sur le gain en capital réalisé lors de la disposition des actions d'une petite entreprise lorsque le produit de la disposition est réinvesti dans une ou plusieurs autres entreprises admissibles. Le nouveau placement admissible doit être effectué dans l'année de la disposition ou dans les 120 jours après la fin de l'année. Cette disposition, qui vise à faciliter le financement des petites entreprises par des investisseurs privés, semble être particulièrement opportune pour les anges qui effectuent de nombreux placements¹⁵¹.

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

Analyse du programme fédéral américain selon la grille

Selon le critère 1a, certains secteurs pour lesquels les lacunes de marché ne sont pas évidentes et où l'innovation est généralement peu présente devraient être exclus. Ce critère est partiellement respecté. L'exemption s'applique aux placements réalisés dans tous les secteurs, et il en est de même des dispositions relatives au report par réinvestissement. Toutefois, la définition des « *qualified small business stock* » exclut notamment les entreprises du secteur immobilier et de la finance.

Le financement des étapes de développement qui ne correspondent pas aux critères du capital de démarrage devrait être exclu (critère 1b). Ce critère n'est pas respecté. Le programme ne vise pas particulièrement les étapes de démarrage,

149 Cette disposition n'est accessible qu'aux « *officers and employees* » qui détiennent plus de 5 pour cent des actions et peuvent prouver leur implication dans les opérations de l'entreprise. Elle peut donc inciter les anges à demander une participation importante au capital.

150 LRC 1985, c. 1 (5^e suppl.), telle que modifiée.

151 Voir M^e Odile St-Hilaire et Michel Lessard, *L'article 44.1 de la Loi de l'impôt sur le revenu : une disposition méconnue ?* (8 juin 2011) (<http://www.conseiller.ca/nouvelles/1%E2%80%99article-44-1-de-la-loi-de-1%E2%80%99impo-t-sur-le-revenu-une-disposition-meconnue-2-29213>).

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

Le mécanisme ne définit pas les limites des placements ou entreprises admissibles en se référant à la notion de stade de développement. Le critère 1c n'est donc pas respecté. Dans la mesure où tous les investisseurs peuvent bénéficier de l'avantage, le critère 2 n'est pas non plus respecté : le mécanisme ne cible pas spécifiquement les anges investisseurs au sens strict du terme, c'est-à-dire les individus qui, en plus de financer l'entreprise, ont l'expérience et les compétences requises pour appuyer efficacement les entreprises en démarrage et réaliser des taux de rendement acceptables.

Le critère 3 semble respecté. 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.

Les deux derniers critères ne sont pas respectés. Aucune disposition particulière ne semble prévue pour réduire le plus possible les possibilités de contournement des règles, en tenant compte du fait que les tentatives de contournement sont inévitables (critère 4). Aucun mécanisme ne semble être mis en place pour permettre l'évaluation périodique du programme (critère 5).

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

Les programmes de garantie

Les garanties hors fiscalité

Quelques programmes existent dans plusieurs pays de l'Union européenne qui sont essentiellement destinés aux investisseurs institutionnels¹⁵². Israël a mis en place un programme d'assurance de pertes en 2010¹⁵³. Un programme de l'Union

152 A.D. Gracey, *Guarantee Mechanisms for Financing Innovative Technology — Survey and Analysis* (Luxembourg : European Commission, 2001) (<http://www.mcs-corporate.com/files/file/Guarantee-Mechanisms.pdf>) et European Union, *Raising EU R&D Intensity: Improving the Effectiveness of Public Support Mechanisms for Private Sector Research and Development—Guarantee Mechanisms*, Report to the European Commission by an Independent Expert Group, EUR 20175 (Brussels : European Communities, 2003) (http://ec.europa.eu/invest-in-research/pdf/download_en/report_guaranteemechanisms.pdf). Voir aussi la présentation de Stephen Roper, *Credit Guarantee Schemes: A Tool To Promote SME Growth and Innovation in the MENA Region* (Warwick Business School, UK, 2011) (<http://www.docstoc.com/docs/71245317/43982478>).

153 Daniel K. Gamulka, *Venture Capital: Israel* (2011) (<http://crossborder.practicallaw.com/4-500-9442?source=relatedcontent>).

européenne intitulé *Le programme-cadre pour la compétitivité et l'innovation*¹⁵⁴ incorpore un programme de co-investissement avec les fonds de capital de risque et ceux liés aux anges, ainsi qu'un programme de garantie des capitaux propres investis dans certaines entreprises qui emploient moins de 250 employés. À la fin de 2010, une seule garantie avait été octroyée et, tant en ce qui concerne les garanties que les appariements, le programme semble être très mal adapté aux anges, comme le reconnaissent les évaluateurs¹⁵⁵.

Les programmes de garantie par la fiscalité

Si les pertes en capital découlant d'un investissement I deviennent déductibles du revenu de l'investisseur imposé au taux marginal t_p , la perte nette maximale devient $I \times (1 - t_p)$, soit 50 pour cent de l'investissement lorsque le taux personnel atteint 50 pour cent. De telles dispositions existent dans plusieurs pays, dont le Canada. L'EIS du Royaume-Uni donne droit à une exonération des gains en capital après trois ans de détention. Les pertes réalisées sur les actions EIS peuvent, dans certaines circonstances, réduire le revenu imposable du contribuable¹⁵⁶. Au Canada, les pertes encourues lors de la disposition de certains types d'actions avec des personnes sans lien de dépendance sont déductibles du revenu net du contribuable¹⁵⁷. Les pertes au titre d'un placement d'entreprises (PTPE) concernent les ventes d'actions de sociétés exploitant une petite entreprise dont les éléments d'actifs sont exploités au Canada. Une telle disposition est de nature à encourager les investissements des anges, puisqu'elle réduit la perte maximale encourue. Elle est toutefois offerte à l'ensemble des investisseurs.

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

154 Disponible à http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/cip-financial-instruments/index_fr.htm.

155 Centre for Evaluation and Strategy Services, *Final Evaluation of the Entrepreneurship and Innovation Programme: Final Report* (European Commission, 2011) (http://ec.europa.eu/cip/files/docs/final-evaluation-of-eip_en.pdf).

156 Un bulletin d'interprétation des règles complexes relatives aux impôts lors de la disposition d'actions EIS est disponible en ligne : United Kingdom, HM Revenue & Customs, *Helpsheet 297* (<http://www.hmrc.gov.uk/helpsheets/hs297.pdf>).

157 *Bulletin d'interprétation* IT-484R2, 28 novembre 1996.

rendus ne sont pas admissibles. Cette mesure peut être un avantage pour les anges, mais elle ne leur est pas réservée et ne cible pas les entreprises innovantes.

CONCLUSION : LES CONDITIONS D'UN PROGRAMME EFFICACE

Comme le souligne l'OCDE¹⁵⁸, les incitatifs fiscaux peuvent avoir des effets négatifs indésirables et notamment attirer des investisseurs qualifiés qui ne sont pas des anges et n'ont donc pas les qualités requises pour sélectionner et suivre les projets. La revue de près de soixante incitatifs fiscaux présentés comme étant destinés aux anges montre que leurs concepteurs n'ont généralement pas été conscients de ce risque. L'analyse met en évidence un double paradoxe. Premièrement, il n'existe pratiquement pas de programme visant spécifiquement les anges, définis comme des individus apportant des capitaux et une expertise aux entreprises émergentes avec lesquelles ils n'ont pas de lien préalable. Deuxièmement, alors que les crédits à l'entrée présentent de très nombreux désavantages, ils semblent être préférés aux autres formes d'incitation dans la vaste majorité des États.

Les quelques initiatives propres aux anges sont très récentes. Les programmes du Portugal et de Singapour ont démarré en 2010 sous leur forme actuelle et le programme du Tennessee n'est pas encore en application. Les autres programmes sont offerts à tous les investisseurs qualifiés, au sens des valeurs mobilières, et ce critère n'est d'ailleurs pas toujours évoqué. La majorité des programmes ne cible pas spécifiquement le financement du démarrage. Il existe extrêmement peu d'évaluations rigoureuses des effets des divers programmes. Ces évaluations présentent par ailleurs de très importants défis méthodologiques. Les dépenses fiscales ne sont peut-être pas l'outil le mieux adapté à l'atteinte de l'objectif visé¹⁵⁹.

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

Les investisseurs admissibles doivent être des anges au sens strict du terme, ce qui implique qu'ils ont l'expérience d'entrepreneur et du monde des affaires qui les rend capables de sélectionner les projets de façon compétente et d'apporter aux entreprises l'expertise associée à ce type d'activité. Restreindre le programme aux anges investisseurs présente plusieurs avantages. Cela permet de limiter le coût du programme tout en octroyant des crédits relativement élevés, puisque le nombre d'anges au sens strict est largement inférieur à celui des investisseurs qualifiés au sens des valeurs mobilières. Cette restriction permet également d'anticiper une performance adéquate des entreprises bénéficiaires. Enfin, cette restriction limite

158 Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), *Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors* (OECD Publishing) (<http://dx.doi.org/10.1787/9789264118782-en>).

159 Barkoczy et Sandler 2007, supra, note 27.

l'afflux potentiel de nombreux investisseurs sans compétence particulière dans un marché où il existe relativement peu de projets prêts à recevoir un financement par capital-actions externe. On évite ainsi une augmentation importante des valorisations, qui annulerait l'effet positif des incitatifs fiscaux. La mise en application de cette caractéristique essentielle du programme est toutefois délicate et peut s'avérer problématique. Ce processus peut en effet entraîner différents coûts d'agence ou créer des rentes économiques pouvant annuler les bénéfices anticipés d'une telle mesure, comme cela peut se produire lorsque l'accès à une profession donnée est réglementé¹⁶⁰. Ce processus peut emprunter l'une ou l'autre des avenues suivantes :

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

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

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

Les entreprises admissibles devraient être en situation de prédémarrage ou aux premières étapes de démarrage. La limite devrait être définie en termes de revenus. Le seuil de 500 000 \$ utilisé dans le programme étudié en Géorgie semble être raisonnable, mais il nous paraît préférable de définir un seuil en termes de stade de développement. L'entreprise qui a atteint le stade de la commercialisation ne devrait pas être admissible. Le mécanisme doit demeurer incitatif à la sélection et au suivi des meilleurs projets. Seuls les mécanismes a posteriori permettent

160 Roger Feldman et James W. Begun, « The Welfare Cost of Quality Changes Due to Professional Regulation » (1985) 34:1 *The Journal of Industrial Economics* 17-32.

d'atteindre cet objectif. Nous suggérons l'exonération totale des gains en capital pour les placements dans les sociétés admissibles. Par ailleurs, le crédit correspondant à cette exonération pourrait être majoré afin de moduler l'avantage en fonction d'objectifs spécifiques. La majoration pourrait être utilisée pour favoriser les régions où le financement est notoirement plus difficile, telles que les régions ressources, ou encore les stades de développements précoces. Si les crédits à l'entrée demeurent la seule avenue envisagée, il reste possible d'employer la technique du crédit d'impôt en deux étapes. En plus du crédit de 15 à 20 pour cent obtenu lors de l'investissement, un second crédit de 10 pour cent 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.

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 admissible | Investisseur admissible | Calendrier de réclamation des crédits |
|----|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| 1 | Arizona (2006-2016) Small Business Capital Investment Tax Incentive Program (Ariz. Rev. Stat. § 41-1518 as amended in 2011) | 30 % 35 % dans le cas des biotechs | P : 20 M\$ de crédit de 2006 à 2016 I : investissement minimal de 25 000 \$ et maximal de 250 000 \$ par an F : investissement maximal de 2 M\$ pour toutes les années | Société en démarrage (« <i>early-stage</i> »), actif net de moins de 10 M\$ (en 2012). À partir de juillet 2011, elle peut être engagée dans le commerce, la restauration, l'immobilier, les services, les ressources naturelles ou l'investissement. | Particulier et entreprise (« LLCs, <i>Sub-Chapter S corporation</i> » ou « <i>partnership</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 (« LLCs, <i>partnership</i> , <i>S corporation</i> » ou autres sauf « <i>C corporation</i> ») | Report en avant possible pendant 5 ans. |
| 4 | Connecticut (2010-2019) Connecticut Angel 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 25 000 \$ et crédit maximal de 250 000 \$ pour toutes les années F : 2 M\$ pour toutes les années | Entreprise de bioscience, nouveaux matériaux, photonique, technologie de l'information, technologie propre ou émergente. Revenus inférieurs à 1 M\$, 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. |

(Annexe 1 continue à la page suivante.)

ANNEXE 1 (suite)

| 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 admissible | Investisseur admissible | Calendrier de réclamation des crédits |
|----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 5 | Géorgie (2011-2013) Angel Investor Tax Credit House Bill 1069 de juin 2010 | 35 % | P : 10 M\$ par an I : crédit maximal de 50 000 \$ par année | Société agréée de Géorgie, 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 Géorgie 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, 20 % an 3, 10 % an 4 et 10 % an 5. | 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 % sont menés 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 par 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 F : investissement maximal de 4 M\$ pour toutes les années I : investissement maximal de 2 M\$ par an | Entreprise de moins de 100 employés, moins de 10 ans, 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. |

(Annexe 1 continue à la page suivante.)

ANNEXE 1 (suite)

| N° | État et programme | Crédit | Limite du crédit, appliquée au programme (P), à l'investisseur (I) ou à l'entreprise (E). M = million; \$ = US dollars. | Entreprise admissible | Investisseur admissible | Calendrier de réclamation des crédits |
|----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 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, course automobile, transfert technologique ou commercialisation de la R et D. | 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; en dormance depuis 2007, mais adoption par le Sénat du HF 688 le 11 mai 2011 et signé par le gouverneur le 27 juillet 2011.) | 20 % | P : 2 M\$ de crédit par an I : 50 000 \$ de crédit par entreprise, 5 entreprises maximum par année | Entreprise de 6 ans ou moins, actif net inférieur à 5 M\$, 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 2 ans de l'investissement. | Particulier et entreprises (« <i>partnership</i> , LLC, S <i>corporation</i> , <i>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 jusqu'en 2016 F : investissement maximal de 50 000 \$ par entreprise par an I : 250 000 \$ de crédit par an | Société biotechnologique, 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\$ 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 de KTEC. | Report en arrière pour 3 ans, et en avant indéfiniment. |

(Annexe 1 continue à la page suivante.)

ANNEXE 1 (suite)

| N ^o | 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 admissible | Investisseur admissible | Calendrier de réclamation des crédits |
|----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 11 | Kentucky (1998-maintenant) Kentucky Investment Fund Tax Credit (Ky. Rev. Stat. §§ 154.20-250 through 154.20-284) | 40 % de crédit lors du placement dans un fonds approuvé | I : montant des crédits disponibles pour un fonds doit être inférieur à 8 M\$ pour tous 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 | 50 % des actifs, opérations et employés sont au Kentucky; actif net inférieur à 5 M\$ ou 10 M\$ US si techno (« <i>knowledge-based</i> ») ou bénéfice net à chacune des deux années précédentes inférieur à 3 M\$, pas plus de 100 employés. Tous secteurs sauf finance, assurance, développement commercial ou résidentiel, religion, exploration pétrolière ou gazière, commerce de détail. | Fonds de 500 000 \$ au moins, avec au moins 4 investisseurs non affiliés, aucun n'a plus de 40 % du fonds. Particuliers ou entreprises (incluant institutions financières ou assurance) | Crédit disponible l'année suivant l'investissement; report en avant possible pendant 15 ans. |
| 12 | Louisiane (2005-2009, amendements en cours pour devenir le Angel Investor Rebate Program (2011-2015) (La. Rev. Stat. §§ 47:6020 through 47:6020) Texte présenté au Sénat le 13 juin 2011, signé par le gouverneur le 8 juillet 2011. | 35 % | P : 5 M\$ de crédit par an I : investissement maximal de 1 M\$ par an et par entreprise F : 2 M\$ au total | 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</i> » SEC) | 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. |

(Annexe 1 continue à la page suivante.)

ANNEXE 1 (suite)

| 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 admissible | Investisseur admissible | Calendrier de réclamation des crédits |
|----|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 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 et 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 % à partir de l'année de l'investissement. Report en avant jusqu'à 15 ans. |
| 14 | Maryland (2005-s. o.) Biotechnology Investment Tax Credit (Md. Code Ann. § 10-725) Programme financé pour 2012 | 50 % | P : 6 M\$ de crédit par an (2006), 8 M\$ (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 | 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 cotées à aucune bourse. | Particulier, entreprise ou fonds de capital de risque | Crédit obtenu l'année de l'investissement, tout ou partie du crédit remboursé s'il excède le montant d'impôt dû. |

(Annexe 1 continue à la page suivante.)

ANNEXE 1 (suite)

| N ^o | État et programme | Crédit | Limite du crédit, appliquée au programme (P), à l'investisseur (I) ou à l'entreprise (E) M = million; \$ = US dollars. | Entreprise admissible | Investisseur admissible | Calendrier de réclamation des crédits |
|----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|
| 15 | Michigan (2010-2013) Small Business Investment Tax Credit | 25 % de crédit, sur une période de 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 « <i>pre-money</i> » 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 l'intermédiaire d'un investisseur en capital de risque ou d'un groupe d'anges enregistré, non relié aux propriétaires ou aux 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 faisant affaire principalement dans l'une des 5 villes à la frontière du Minnesota, dont la croissance et la rentabilité reposent sur l'innovation, la R et D, ajoutant de la valeur à un produit, procédé ou service, majorité des employés au Minnesota. | | Report en avant possible pendant 4 ans. |

(Annexe 1 continue à la page suivante.)

ANNEXE 1 (suite)

| 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 admissible | Investisseur admissible | Calendrier de réclamation des crédits |
|----|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 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 4 M\$. 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 par un fonds agréé et par un non-résident. | Remboursable; investissement doit être maintenu pendant 3 ans, rapport à fournir pendant 3 ans. |
| 18 | Nebraska (signé par le gouverneur le 14 mai 2011) Angel Investment Tax Credit (LB389 et amendement) | 40 % en 2011 et 2012, 35 % ensuite | P : 3 M\$ par an jusqu'en 2017 I : maximum de 300 000 \$ de crédit, investissement minimal de 25 000 \$ par un particulier et 50 000 \$ par un fonds F : 1 M\$ par an | Entreprise technologique du Nebraska agréée par le ministère, de moins de 25 employés, dont 51 % au moins des employés et des salaires totaux sont basés au Nebraska. Secteurs exclus : conseil, loisir, hébergement, pratiques professionnelles. | Particulier, trust ou entité transparente agréés par le ministère. Sont exclus : particulier contrôlant plus de 50 % de l'entreprise, société de capital de risque et institutions financières. | Remboursable; investissement doit être maintenu pendant 3 ans, rapport à fournir tous les ans. |

(Annexe 1 continue à la page suivante.)

ANNEXE 1 (suite)

| N ^o | 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 admissible | Investisseur admissible | Calendrier de réclamation des crédits |
|----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|
| 19 | New Jersey (2011) New Jersey Angel Investor Tax Credit — S-2434, continuation du High-Tech. Bus. Investment Tax Credit (1999-2010) (N.J. Rev. Stat. § 54:10A-5.28 et seq) | 10 %, dans la limite de 50 % de l'impôt total | P : 25 M\$ I : 500 000 \$ de crédit maximal pour chaque investissement par année. Le gouverneur Christie a mis son veto à ce projet (et à 13 autres projets). En discussion. | Entreprise aux dépenses de recherche agréées payées ou engagées pour des recherches conduites dans l'État et ayant moins de 225 employés, dont 75 % résident au New Jersey. | Tout contribuable | Report en avant possible pendant 15 ans. |
| 20 | New York (1999-maintenant) Qualified Emerging Technology Companies N.Y. Tax Law § 606(r) | 10 % si détention de 4 ans, ou 20 % si 9 ans | I : crédit maximal total de 150 000 \$ pour toutes les années si taux de 10 % et de 300 000 \$ si taux de 20 % | Société aux ventes annuelles de 10 M\$ ou moins dont soit le principal produit ou service est technologique, soit la R et D est faite dans l'État et le ratio R et D/ventes nettes dépasse la moyenne. Technologique inclut : fibres optiques, équipements robotiques, microprocesseurs, instruments scientifique et médical, production informatisée. | Particulier ou société, possédant moins de 10 % de l'entreprise | Report en avant possible indéfiniment. |
| 21 | Nouveau-Mexique (2007-2011) Angel Investment Tax Credit (N. M. Stat. § 7-2-18.17) | 25 % | P : 750 000 \$ par an I : crédit maximal de 25 000 \$ par entreprise par an, 50 000 \$ de crédit par an F : 100 000 \$ d'inv. par an | Entreprise manufacturière ou de recherche en haute technologie au Nouveau-Mexique, 100 employés ou moins, aux revenus bruts de 5 M\$ ou moins. | Tout contribuable non rémunéré par l'entreprise pour des services qui lui sont fournis. | Report en avant possible pendant 3 ans. |

(Annexe 1 continue à la page suivante.)

ANNEXE 1 (suite)

| 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 admissible | Investisseur admissible | Calendrier de réclamation des crédits |
|----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|
| 22 | Caroline du Nord (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 5 M\$ de ventes ou constituée dans l'année, secteur manufacturier, traitement, entreposage, grossiste, R et D et service. Secteurs exclus : immobilier, services, jeux, finance, loisirs et bâtiment. | Particulier et entité transparente (« S corporation, limited partnership, LLC ») | Report en avant possible pour 5 ans. |
| 23 | Dakota du Nord (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 F : 500 000 \$ d'investissement par entreprise par année | Société nouvelle agréée non agricole, non REIT, du Dakota du Nord, 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. | Particulier ou entreprise (« estate, trust, partnership, corporation ou limited liability company ») | Report en avant possible pendant 4 ans. |

(Annexe 1 continue à la page suivante.)

ANNEXE 1 (suite)

| 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 admissible | Investisseur admissible | Calendrier de réclamation des crédits |
|----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 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\$ d'investissement | Entreprise agréée de l'Ohio, 50 % des actifs et des employés en Ohio, revenus bruts ou actif net inférieurs à 2,5 M\$, impliquée principalement en R et D, transfert de technologie, biotechnologie, technologie de l'information ou 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. 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. Secteurs 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 de capitalisation. | Report en avant 10 ans sous certaines conditions. |
| 26 | Pennsylvanie (2011-2021) Angel Tax Credit HB 1503 Amendement en cours; renvoyé aux finances le 16 novembre 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. |

(Annexe 1 continue à la page suivante.)

ANNEXE 1 (suite)

| N° | État et programme | Crédit | Limite du crédit, appliquée au programme (P), à l'investisseur (I) ou à l'entreprise (E) | Entreprise admissible | Investisseur admissible | Calendrier de réclamation des crédits |
|----|--------------------------------------------------------------------------------------------|--------|------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 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 2 ans | Société agréée, moins de 1 M\$ 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 et D. Secteurs exclus : immobilier, 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\$ de capitalisation sans investisseur institutionnel). | 50 % du crédit déductible l'année de l'investissement et 50 % reportable en avant pendant 10 ans. |

(Annexe 1 continue à la page suivante.)

ANNEXE 1 (suite)

| N ^o | 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 admissible | Investisseur admissible | Calendrier de réclamation des crédits |
|----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|
| 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/HBI1396.pdf Renvoyé au sous-comité des finances le 18 mai 2011. | 35 % (10 000-100 000 \$), 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, tels le conseil ou l'accompagnement, dans une entreprise du Tennessee. Non relié à l'entreprise, ni à une banque, ni à une société de capital de risque. Agréé sur la base d'une documentation suffisante pour démontrer que l'investisseur est un ange. | Report en avant possible pendant 5 ans. |
| 30 | Virginie (1999-présent) Qualified Equity and Subordinated Debt Investments 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. Secteurs : technologie de l'information, manufacturier, biotechnologie, électronique, technologie de l'énergie, de l'environnement, médicale, nanotechnologies ou autres domaines similaires. | Particuliers ou « <i>fiduciary taxpayers</i> », non employés ou rémunérés pour leurs services par l'entreprise. | Report en avant possible pendant 15 ans. |

(Annexe 1 continue à la page suivante.)

ANNEXE 1 (suite)

| 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 admissible | Investisseur admissible | Calendrier de réclamation des crédits |
|----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|
| 31 | Virginie de l'Ouest High Growth Business Investment Tax Credit (W.Va. Code § 11-13U-1 et seq.) Amendement en cours; déposé le 15 février 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 et D agréée, dans l'État, aux revenus bruts annuels inférieurs à 20 M\$ et salaires annuels inférieurs à 2,5 M\$. Amendement étend le crédit aux entreprises en démarrage non R et 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 | Report en avant possible pendant 4 ans. |

(Annexe 1 continue à la page suivante.)

ANNEXE 1 (suite)

| N ^o | État et programme | Crédit | Limite du crédit, appliquée au programme (P), à l'investisseur (I) ou à l'entreprise (E). M = million; \$ = US dollars. | Entreprise admissible | Investisseur admissible | Calendrier de réclamation des crédits |
|----------------|-----------------------------------------------------------------------------------|--------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------|
| 32 | Wisconsin (2005-présent) 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 ou nano) ou manufacturier, agriculture, traitement ou assemblage de produit faisant de la R et 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 Department of Commerce) ou réseau d'anges | Report en avant possible pendant 1 an. |

(Annexe 1 se termine à la page suivante.)

ANNEXE 1 (fin)

| N° | État et programme | Crédit | Limite du crédit, appliquée au programme (P), à l'investisseur (I) ou à l'entreprise (E) M = million; \$ = US dollars. | Entreprise admissible | Investisseur admissible | Calendrier de réclamation des crédits |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|
| États-Unis | États-Unis (Amendement en cours) American Opportunity Act of 2011 S 256 Projet déposé le 2 février 2011. | 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 fonds d'investisseurs; investissement en actions. | Report en avant possible jusqu'en 2020. |
| | Renvoyé au Comité des finances du Sénat américain. | | | | | |

ANNEXE 2 Programmes instaurés en dehors de l'Amérique du Nord

| N ^o | État et programme | Crédit | Limite du crédit, appliquée au programme (P), à l'investisseur (I) ou à l'entreprise (F). M = million. | Entreprise admissible | Investisseur admissible | Calendrier de réclamation des crédits |
|----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1 | France (2007, plusieurs modifications) Investissements dans le capital des PME. Loi Tepa | Impôt des particuliers : 25 % ou impôt sur la fortune (ISF) : 75 % | Impôt des particuliers : limite 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 respectivement à 50 M€ et 43 M€. 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 hausse de la R et 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 finance, immobilier, hôtellerie et services professionnels. | Particuliers | Détenir les titres pendant 3 ans. |
| 3 | Israël (2011-2015) Angels' Law | 44 %, sur la base du taux marginal maximal d'impôt | I : déduction des revenus imposables de 100 % des investissements entre 25 000 et 10 MILLS. Maximum déductible de 5 MILLS par investisseur et par société | Société privée non cotée, haute technologie, incorporée et gérée en Israël, 75 % des montants reçus doivent être investis en R et D. Pendant les 3 ans, 75 % des dépenses de R et D effectuées en Israël et les dépenses de R et D représentent au moins 70 % des dépenses totales. Revenus inférieurs à 50 % des dépenses de R et D l'année et l'investissement et la suivante. Dépenses de R et D doivent créer un actif intangible pour l'entreprise. | Particuliers achetant de nouvelles actions. | Trois ans : l'année de l'investissement et les deux années subséquentes. |

(Annexe 2 se termine à la page suivante.)

ANNEXE 2 (fin)

| N° | État et programme | Crédit | Limite du crédit, appliquée au programme (P), à l'investisseur (I) ou à l'entreprise (F). M = million. | Entreprise admissible | Investisseur admissible | Calendrier de réclamation des crédits |
|----|--------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 4 | Japon (2008-) Angel Tax System | 40 % sur la base du taux marginal maximal d'impôt | Déduction de 100 % de (montant investi - 5000 ¥.) des revenus imposables. I : déduction maximale du plus faible entre 40 % du revenu total et 10 M¥ 15 % de l'impôt à payer | Société établie dans les 3 dernières années satisfaisant certaines conditions spécifiques. | Particulier: Choix de cette mesure ou de celle relative aux gains en capital (annexe 4). Anges certifiés | |
| 5 | Portugal (2011-) Qualified Venture Capital Investors Tax Credit | 20 % | 15 % de l'impôt à payer | Exclusion de certains secteurs (immobilier, finance) et des entreprises liées | Anges certifiés | |
| 6 | Royaume-Uni (1994) Enterprise Investment Scheme | 20 %; 30 % à partir d'avril 2011 | I : 500 000 £ d'investissement par an; 1 M£ à partir d'avril 2012 | Société non cotée (sauf si cotée sur AIM et PLUS), non contrôlée par une autre société, indépendante, avec actif brut de moins de 7 M£ (15 M£ à partir d'avril 2012) avant l'investissement, et moins de 50 employés (250 après avril 2012) | Particuliers, investissement direct ou par un fonds EIS. | Report en arrière d'un an possible, détenir les titres pendant 3 ans. |
| 7 | Singapour (2010-2015) Angel Investors Tax Deduction Scheme | 50 % | I : investissement de 500 000 S\$ maximal par an, minimal 100 000 S\$ | Société privée de Singapour, exploitée à Singapour, actions non cotées, moins de 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 admissible | Investisseur admissible | Calendrier de réclamation des crédits |
|----|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|
| 1 | Colombie-Britannique (2007) Eligible Business Corporation (RSBC 1996, c. 429, s. 28.3) | 30 % | P : 6,8 M\$ de crédit par an I : 60 000 \$ de crédit par an F : investissement maximal de 5 M\$ pour toutes les années | 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 et D, le développement de produits interactifs multimédias 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. Titres doivent être détenus 5 ans. |
| 2 | Manitoba (2008-2013) Small Business Venture Capital Tax Credit — (formerly the <i>Community Enterprise Investment Tax Credit</i>) s. 11.13-11.17 of The Income Tax Act (Manitoba) et Règlement 181/2007 | 30 % | P : 3,3 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. |

(Annexe 3 continue à la page suivante.)

ANNEXE 3 (suite)

| 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 admissible | Investisseur admissible | Calendrier de réclamation des crédits |
|----|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 3 | Nouveau-Brunswick (2003-) Small Business Investor Tax Credit Program Chapter S-9,05 11 avril 2003 | 30 % | I : crédit maximal de 80 000 \$ par an (depuis 2009), investissement minimal 1000 \$, et maximal de 250 000 \$ F : investissement minimal de 10 000 \$ par au moins 3 personnes | Société fermée agréée du Nouveau-Brunswick dont l'actif net tangible est inférieur à 40 M\$, payant 75 % des salaires à des résidents du Nouveau-Brunswick. | Particulier de 19 ans au moins, possible par un trust | Report en arrière pendant 3 ans et en avant pendant 7 ans. Titres doivent être détenus 4 ans. |
| 4 | Nouvelle-Écosse (2005-) Equity Tax Credit (ETC) S.N.S. 1993, c. 3 O.I.C. 94-86 (February 2, 1994), N.S. Reg. 18/94 as amended up to O.I.C. 2005-54 (February 11, 2005), N.S. Reg. 17/2005 | 35 % (depuis 2010) | I : crédit maximal annuel de 17 500 \$ F : au moins 3 personnes investissent | Société de Nouvelle-Écosse agréée et active, de moins de 25 M\$ d'actifs ou de revenus, au moins 25 % des salaires à des résidents de Nouvelle-Écosse. | Tout résident âgé de 19 ans et plus | Report en arrière pendant 3 ans et en avant pendant 7 ans. Titres doivent être détenus 5 ans. |

(Annexe 3 se termine à la page suivante.)

ANNEXE 3 (fin)

| N ^o | État et programme | Crédit | Limite du crédit, appliquée au programme (P), à l'investisseur (I) ou à l'entreprise (F). M = millions; \$ = \$ canadien. | Entreprise admissible | Investisseur admissible | Calendrier de réclamation des crédits |
|----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 5 | Terre-Neuve (2000-) Direct Equity Tax Credit Income Tax Act, 2000 (O.C. 2001-255) | 20 ou 35 % selon les régions | I : crédit maximal de 50 000 \$ par an F : investissement maximal de 700 000 \$ pour toutes les années | Société fermée de Terre-Neuve, avec 25 000 \$ de capital au moins, dont l'actif est inférieur à 20 M\$, qui emploie moins de 50 personnes. Secteurs ciblés : technologies, R et D, aquaiculture, foresterie et agroalimentaire, manufacturier, tourisme et activités culturelles. Secteurs exclus : commerce, alimentation, services, immobilier, ressources naturelles et finance. | Tout résident âgé de 19 ans et plus | Report en arrière pendant 3 ans et en avant pendant 7 ans. Titres doivent être détenus 5 ans. |
| 6 | Yukon (1999-) Small Business Investment Tax Credit (YSBITC) | 25 % | P : 1 M\$ par an I : crédit maximal de 25 000 \$ par an | Société fermée opérante, excluant le secteur immobilier et les pratiques professionnelles, ayant un établissement permanent au Yukon. L'entreprise doit déclarer des revenus, avoir 50 % de ses actifs au moins au Yukon, payer 50 % des salaires au moins à des résidents du Yukon, avoir une capitalisation totale inférieure à 25 M\$. | Tout résident âgé de 19 ans et plus | Report en arrière pendant 3 ans et en avant pendant 7 ans. |

ANNEXE 4 Programmes à la sortie et de déduction

| N° | État et programme | Crédit | Limite du crédit, appliquée au programme (P), à l'investisseur (I) ou à l'entreprise (F). M = million; \$ = US dollars. | Entreprise admissible | Investisseur admissible | Calendrier de réclamation des crédits |
|--------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------|
| Exemples d'incitatifs sélectifs basés sur le gain en capital | | | | | | |
| 1 | Australie (1999) Small business concessions | Gains exemptés totalement Gain exempté | I : les titres doivent avoir été détenus continuellement pendant 15 ans au moins I : pour les premiers 500 000 \$ de gain en capital, à vie | « <i>Partnership</i> », société ou trust opérant, ayant des ventes de moins de 2 M\$ ou un actif net de moins de 6 M\$ | Particulier de 55 ans ou plus prenant sa retraite. Particulier non admissible au SB15y. Particulier non admissible au SB15y. | S. O. |
| 2 | Canada (2007) Exonération cumulative des gains en capital | Exemption du gain en capital pour les petites entreprises | I : pour les premiers 750 000 \$ de gains en capital sur les actions admissibles de petites entreprises, à vie | Société privée sous contrôle canadien dont la totalité ou presque de la juste valeur marchande des éléments d'actifs est utilisée principalement dans une entreprise exploitée principalement au Canada. | Actions détenues pendant 2 ans de façon continue avant la disposition. | S. O. |
| 3 | États-Unis (1993) Section 1202: Gains on the sale of Small Business Stock | 50 % de baisse de la base de l'impôt sur le gain en capital, 75 % en 2009 et 2010 | I : cette exclusion est limitée au moindre des montants suivants : 10 M\$ et 10 fois le coût de base des actions. | « <i>C corporation</i> », autre qu'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 securitization investment trust</i> », et une « <i>cooperative</i> ». | Tout contribuable détenant des actions depuis plus de 5 ans dans une société admissible. | S. O. |

(Annexe 4 continue à la page suivante.)

ANNEXE 4 (suite)

| N ^o | 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 admissible | Investisseur admissible | Calendrier de réclamation des crédits |
|----------------|------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| 4 | États-Unis (2010) Small Business Jobs Act Extension de la Section 1202 | Exclusion temporaire de 100 % du gain en capital | I : pour les actions acquises entre le 27 septembre 2010 et le 31 décembre 2011, un taux de 0 % sera appliqué aux premiers 10 M\$ de gains lors de la revente des titres. | Entreprise admissible : société dont les actions ne sont pas publiquement cotées, un « <i>partnership</i> » ou une entreprise indépendante, ayant 50 M\$ ou moins en revenus bruts annuels au cours des 3 années fiscales précédentes. | Tout contribuable détenant des actions depuis plus de 5 ans dans une société admissible. | S. O. |
| 5 | Japon (2008) Angel Tax System | Gains réduits du montant investi | Au moment de l'investissement, le montant investi est déduit des autres gains en capital de l'année. | Société établie dans les 3 dernières années satisfaisant certaines conditions spécifiques. | Particulier. Choix de cette mesure ou du crédit à l'entrée (annexe 2). | Lors de la vente, la perte est déductible pendant 3 ans, à compter de l'année suivante. |
| 6 | Royaume-Uni (1994) Capital gains tax exemption | Exclusion du gain en capital de 100 % | Exclusion du gain en capital pour les investisseurs en actions EIS; le crédit d'impôt EIS initial ne doit pas avoir été retiré. | Société non cotée (sauf si cotée sur AIM et PLUS), non contrôlée par une autre société, indépendante, avec actif brut de moins de 7 M£ (15 M\$ à partir d'avril 2012) avant l'investissement, et moins de 50 employés (250 après avril 2012). | Particulier ayant reçu un crédit d'impôt EIS lors de l'achat des actions et ayant détenu ces actions pendant au moins 3 ans. | S. O. |
| 7 | Suède (2005) Exemption du gain en capital | Non-imposition des gains réalisés | | Actions de sociétés fermées seulement | | Pas de durée de détention minimale. |

(Annexe 4 continue à la page suivante.)

ANNEXE 4 (suite)

| N ^o | 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 admissible | Investisseur admissible | Calendrier de réclamation des crédits |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Exemples de dispositions qui permettent le report de l'impôt sur les gains si le produit est réinvesti (« <i>Rollover</i> ») | | | | | | |
| 1 | Australie (1999) Small business rollover | Report de l'impôt sur le gain en capital | Report de l'impôt lorsque le produit de la disposition est réinvesti en actifs admissibles du même type. | « <i>Partnership</i> », société ou trust opérant, ayant des ventes de moins de 2 M\$ ou un actif net de moins de 6 M\$. | Particulier | Réinvestissement entre 1 an avant et 2 ans après la disposition. Les nouvelles actions sont acquises au cours de l'année de la vente ou dans les 120 jours suivant la fin de l'année. |
| 2 | Canada (2007) Capital gains deferral for investment in small business | Report de l'impôt sur le gain en capital, au prorata du montant réinvesti | Report de l'impôt lorsque le produit de la disposition est réinvesti en actions ordinaires nouvellement émises d'une ou plusieurs autres sociétés admissibles exploitant une petite entreprise. Ces nouvelles actions doivent être conservées pendant 6 mois. | Réinvestissement dans une société privée sous contrôle canadien dont la totalité ou presque de la juste valeur marchande des éléments d'actifs est utilisée principalement dans une entreprise exploitée principalement au Canada. Actif total inférieur à 50 M\$. | Particulier | Les nouvelles actions sont acquises au cours de l'année de la vente ou dans les 120 jours suivant la fin de l'année. |
| 3 | États-Unis (1993) Rollover of gains on qualified small business stock | Report de l'impôt sur le gain en capital | Impôt différé du gain en capital sur les actions de petites entreprises qualifiées détenues plus de 6 mois, si ce gain est réinvesti dans d'autres actions du même type d'entreprise. | « <i>Corporation C</i> » (non financière, immobilière, coopérative), actif total de moins de 50 M\$, dont 80 % sont activement utilisés pour une activité qualifiée. Sont exclus : services professionnels, finance, assurance, agriculture, ressources naturelles, restauration et hôtellerie. | Particulier et entité transparente (« <i>S corporation, limited partnership, LLC</i> ») | Réinvestissement dans les 60 jours suivant la vente des actions. |

(Annexe 4 continue à la page suivante.)

ANNEXE 4 (suite)

| N ^o | 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 admissible | Investisseur admissible | Calendrier de réclamation des crédits |
|----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 4 | Italie (2009) Exemption d'impôt des gains en capital réalisés par des investisseurs privés (D.Lgs n. 112/2008 – art. 3; Circolare Agenzie delle Entrate n.15/E, 10/04/2009, <i>L'esenzione delle plusvalenze da start-up</i>) | Non-imposition des gains réalisés | I : maximum de 5 fois le coût (au cours des 5 années précédentes) des actifs tangibles et intangibles (en excluant les immeubles et en incluant les dépenses de R et D) au bilan de la société dont on vend la participation. | Entreprises ayant moins de 7 ans d'existence, qui ont investi. Le gain en capital doit être réinvesti dans une participation similaire dans une société incorporée depuis moins de 3 ans. | Particulier | La participation doit avoir été détenue pendant 3 ans. Réinvestissement dans les 2 ans. |
| 5 | Royaume-Uni (1994) Capital Gains Tax deferral relief | Report de l'impôt sur le gain en capital | Impôt sur le gain en capital (de n'importe quel actif) différé si le gain est réinvesti, pas de montant minimum ou maximal. | Le gain doit être réinvesti en actions d'une compagnie EIS. | Particulier et certains fiduciaires | Réinvestissement entre 1 an avant et 3 ans après le gain. |
| 1 | Canada (2000) Perte au titre d'un placement d'entreprise (PTEP) | Déduction des pertes en capital du revenu imposable | Exemples de programmes qui assurent partiellement les pertes en permettant leur déductibilité étendue Perte lors de la vente des titres, dont 75 % sont déductibles de l'ensemble des revenus. | Actions de société exploitant une petite entreprise. Société privée sous contrôle canadien dont la totalité ou presque de la juste valeur marchande des éléments d'actifs est utilisée principalement dans une entreprise exploitée principalement au Canada. | Particulier ou fiduciaire | Revenus de l'année, des 3 années précédentes et des 7 ou années subséquentes. Après cette période, la perte devient une perte en capital. |

(Annexe 4 se termine à la page suivante.)

ANNEXE 4 (fin)

| N ^o | 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 admissible | Investisseur admissible | Calendrier de réclamation des crédits |
|----------------|-----------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|
| 2 | États-Unis (1993) Losses on Section 1244 (Small Business Stock) | Déduction des pertes en capital du revenu imposable | I : perte maximale de 50 000 \$ par année (100 000 \$ pour un couple) | Actions acquises en espèces ou en nature, d'entreprises américaines opérantes, de moins de 1 M\$, dont moins de 50 % des revenus proviennent de redevances, rentes, dividendes, intérêts, annuités, ventes ou échanges de titres. | Particulier ou « <i>Partner</i> » dans un « <i>Partnership</i> ». Les actions doivent avoir été émises pour le particulier ou le « <i>Partner</i> » et conservées jusqu'à la vente générant la perte. | Revenus de l'année de la perte. |
| 3 | Royaume-Uni (1994) Share loss relief | Déduction des pertes en capital du revenu imposable | Les pertes réalisées sur les actions EIS moins les crédits d'impôt obtenus peuvent être utilisées pour réduire le revenu imposable. | Société non cotée (sauf si cotée sur AIM et PLUS), non contrôlée par une autre société, indépendante, avec actif brut de moins de 7 M£ (15 M\$ à partir d'avril 2012) avant l'investissement, et moins de 50 employés (250 après avril 2012) | Particulier et compagnie d'investissement | Revenus de l'année de la vente ou de l'année précédente. |
| 4 | Singapour (2003) Enterprise Investment Incentive | Déduction des pertes en capital du revenu imposable | Déductions pour les pertes lors de la vente ou de la liquidation d'actions. | Société de Singapour approuvée par le gouvernement, au capital minimal de 10 000 SG\$ et maximal de 3 MSG\$ non cotée, exclusivement engagée dans des activités innovantes à forte croissance. | Particulier ou société ayant investi au moins 1 000 SG\$ | Pertes encourues de 1 à 5 ans après l'acquisition des actions. |

