



Sauver les marchés canadiens de capital de risque avant qu'il ne soit trop tard

N° 84

Les cinq dernières années ont été une occasion en or d'assister à l'effondrement épique des marchés canadiens de capital de risque, la source la plus importante de financement des petites et moyennes entreprises à fort potentiel de croissance. Depuis la crise financière de 2008, sauf pour un court intermède en 2010-2011, les activités de négociation des titres de capital de risque ont chuté du tiers et les financements par actions des entreprises à faible capitalisation ont reculé de plus de la moitié. Il n'est donc pas surprenant que les nouvelles inscriptions à la Bourse de croissance TSX aient dégringolé. En 2007, l'année précédant le choc de la crise financière, la valeur des financements à la Bourse de croissance TSX dépassait 11 G\$. En 2014, il s'agissait d'à peine 5,2 G\$.

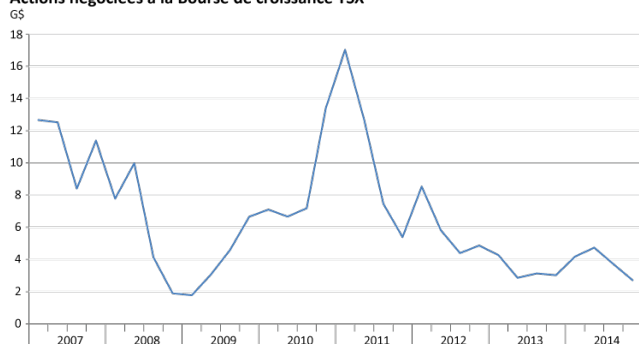
Historiquement au Canada, les financements par actions des petites et moyennes entreprises sur les marchés boursiers de capital de risque éclipsaient les financements fournis par les investisseurs providentiels et les fonds traditionnels de capital de risque. Cependant, alors qu'en 2007 les financements à la Bourse de croissance TSX représentaient près du quart des financements à la Bourse de Toronto, en 2014 il s'agissait à peine du dixième. De plus, la majorité des inscriptions à la Bourse de Toronto d'entreprises de plus faible capitalisation ont connu une baisse semblable sur le marché secondaire et dans leurs activités de financement.

Rendements de la Bourse de Toronto et de la Bourse de croissance TSX



Les marchés canadiens de capital de risque sont indispensables à la croissance du secteur industriel canadien, particulièrement pour les chefs de file mondiaux comme le secteur minier canadien avec plus de 1 200 entreprises inscrites à la Bourse de croissance TSX. Alors que les Européens (avec le projet d'union des marchés de capitaux) et les Américains (avec la loi sur les emplois intitulée « Jobs Act » et le programme de deux ans lancé récemment par la SEC pour susciter l'intérêt des investisseurs dans les titres à plus faible capitalisation) travaillent à la mise en place de marchés de capital de risque dynamiques et liquides pour les petites et moyennes entreprises, le Canada risque sérieusement de perdre son marché renommé de capital de risque pour les entreprises de petite et moyenne capitalisation.

Actions négociées à la Bourse de croissance TSX



La recherche de solutions commence par le diagnostic du problème. Les mauvaises conditions économiques et des marchés de ressources naturelles anémiques n'expliquent pas tout. L'insouciance n'est pas une réponse. Les problèmes qui touchent les activités de financement et négociation sur les marchés de capital de risque sont multifactoriels, notamment :

- i. changements démographiques avec le vieillissement des investisseurs qui délaissent les titres spéculatifs pour des portefeuilles équilibrés qui leur procurent des dividendes et rentrées financières;
- ii. renforcement de la réglementation sur les normes de convenance qui ne distingue pas entre des titres

spéculatifs et des portefeuilles spéculatifs et désincite les investisseurs;

- iii. diminution de l'intérêt des investisseurs institutionnels qui préfèrent placer à l'étranger plutôt qu'acheter des titres spéculatifs pour obtenir des rendements alpha;
- iv. changements structurels des marchés qui ont augmenté les coûts de transaction et les frais de courtage;
- v. avantage concurrentiel réglementaire dont profitent les courtiers sur le marché dispensé qui sont peu réglementés;
- vi. intervention plus fréquente des sociétés de capital d'investissement pour aider les émetteurs viables en démarrage qui peuvent ainsi retarder leur inscription en bourse à un stade plus avancé de leur développement ou éviter l'inscription en bourse si une plus grande entreprise en fait l'acquisition.

La persistance de ces tendances négatives implique une diminution importante du volume des actions négociées sur le marché canadien entre les investisseurs et sociétés émettrices. Les petites entreprises pourront toujours tenter de se financer auprès des investisseurs providentiels et les fonds de capital de risque, et les entreprises moyennes auprès des sociétés de capital d'investissement et par des placements directs par l'intermédiaire des courtiers sur le marché dispensé et d'autres personnes inscrites. Cependant, avec l'exclusion des sociétés spécialisées canadiennes du marché (21 sociétés spécialisées, ou 13 %, ont disparu au cours des deux dernières années), les piliers des marchés de capital de risque s'effondreront. Les activités de financement ne se dérouleront plus sur les marchés boursiers de capital de risque – le marché secondaire des titres de capital de risque est indispensable pour mobiliser efficacement des capitaux, particulièrement pour les entreprises de taille moyenne qui dépendent largement des capitaux externes et dont les besoins sont devenus trop grands pour les premiers investisseurs. Le manque de liquidité pour les investisseurs potentiels sur les marchés de capital de risque est exactement le talon d'Achille du secteur commercial canadien – l'incapacité des entreprises canadiennes de taille moyenne à croître, se développer et devenir des chefs de file et des innovateurs à l'échelle mondiale.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Transactions (G\$)	45,0	23,8	16,1	34,4	42,5	23,6	13,3	15,3
Financements (G\$)	11,1	5,5	5,5	9,8	10,1	6,0	3,8	5,2
Nouvelles inscriptions	273	233	107	185	216	161	76	56

Source : S&P, ACCVM

Comment régler le problème? Étant donné sa complexité, la solution met à contribution plusieurs intervenants. Premièrement, les organismes de réglementation devraient envisager de combler la lacune réglementaire qui existe entre les courtiers réglementés par les OAR et les courtiers sur le marché dispensé, en rehaussant les normes qui s'appliquent à ces derniers et en renforçant la protection des investisseurs. Les organismes de réglementation devraient aussi se pencher de nouveau sur la structure du marché. Un registre centralisé des ordres pour les titres de capital de risque est-il plus efficace que des marchés multiples? Les marchés multiples devraient-ils tous être considérés comme un marché protégé? Les valeurs mobilières d'un émetteur de capital de risque devraient-elles

être négociées seulement sur la bourse à laquelle il est inscrit à l'exclusion de tout autre système de négociation parallèle?

Deuxièmement, les marchés doivent réévaluer leurs procédures en matière d'inscription et de négociation. Devrait-on rehausser la qualité exigée des émetteurs de titres de capital de risque jusqu'à un degré plus suffisant par l'adoption de normes plus sévères en matière d'obtention et de maintien de l'inscription conçues pour obliger les conseils d'administration des émetteurs de titres de capital de risque à garantir un degré de qualité de l'émetteur afin que les émetteurs qui n'ont pas réussi à s'y conformer et dont la continuité d'exploitation est absente voient leurs titres radiés de la cote? Les enchères des titres de petite capitalisation peu négociés devraient-elles se tenir par intermittence durant la journée plutôt que de façon continue? Devrait-on adopter des écarts obligatoires entre les cours acheteur et vendeur sur les marchés multiples semblables à ceux prévus dans le projet pilote de la SEC aux États-Unis? Devrait-on remettre en vigueur la règle sur les variations du cours à l'égard des ventes à découvert?

Troisièmement, les gouvernements ont un rôle important pour favoriser une économie plus innovatrice en fournissant de l'aide financière et des ressources et en adoptant une réglementation qui sont nécessaires au développement des petites et moyennes entreprises à fort potentiel de croissance. Le gouvernement fédéral pourrait stimuler les marchés de capital de risque en adoptant un incitatif fiscal pour aider à la mobilisation des capitaux, par exemple le report de l'impôt sur les gains en capital réalisés lors de la vente d'un actif pourvu que le produit de la vente soit utilisé pour acheter les actions ordinaires de petites entreprises, ce qui débloquerait des capitaux immobilisés dont les rendements ne sont pas concurrentiels pour les canaliser efficacement vers l'achat des actions de petites entreprises.

Il y a plusieurs solutions, cependant une chose est sûre : on doit s'attaquer très bientôt aux causes sous-jacentes de la dégradation de la liquidité et de la baisse des financements sur les marchés de capital de risque, sinon on court le risque de perdre la meilleure source de financement qui permet aux entreprises canadiennes de petite et moyenne taille de croître suffisamment pour être concurrentielles sur le plan mondial et ainsi créer des emplois, innover et stimuler la croissance économique.

Il est possible de redresser la situation du Canada. Il faut regrouper nos meilleurs cerveaux pour mettre en place un marché de capital de risque solide et viable.

Veuillez agréer mes salutations distinguées.



Ian C. W. Russell, FCSI
Président et chef de la direction de l'ACCVM
Juin 2015