



Restaurer et renforcer l'infrastructure de mobilisation de capitaux des petites entreprises au Canada

Document de référence pour la comparution devant le Comité permanent des finances de la Chambre des communes

N° 67

Aperçu

Le Canada a connu une forte reprise économique après le krach financier de 2008. Cependant, au cours des deux dernières années, la reprise s'est essoufflée alors que l'économie canadienne n'a pas pu résister au ralentissement mondial. Le défi des décideurs politiques canadiens est de réactiver la croissance économique dans le contexte actuel des restrictions budgétaires en stimulant les dépenses d'investissement des entreprises par des allègements fiscaux ciblés. On devrait mettre l'accent sur le démarrage et la croissance de petites et moyennes entreprises, car elles créent des emplois qualifiés, permettent des activités économiques dans toutes les régions du Canada et sont la clef de notre avenir économique.

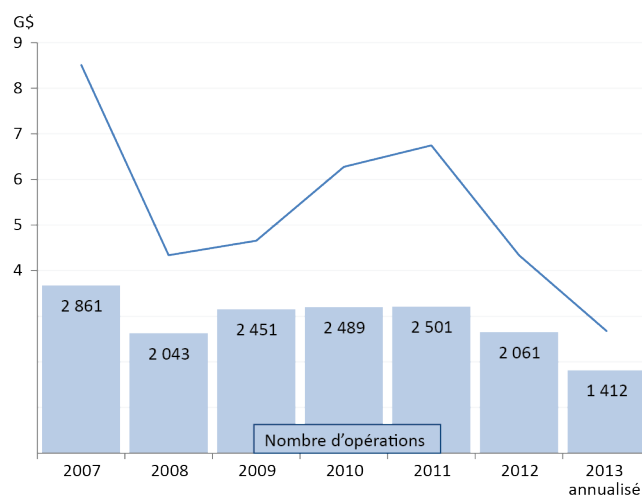
Le moment est propice pour adopter des politiques afin d'aider les petites entreprises. En effet, les marchés des ressources naturelles sont légèrement à la hausse, ce qui favorisera la restructuration dont ont besoin les sociétés minières qui ont pris beaucoup trop d'expansion et se sont massivement surendettées.

Infrastructure de mobilisation de capitaux des petites entreprises : les défis

L'infrastructure de mobilisation de capitaux au Canada pour les petites et moyennes entreprises et les entreprises en démarrage fournissent le cadre des PAPE et émissions secondaires sur les deux marchés publics, la Bourse de Toronto et la Bourse de croissance TSX, et des financements privés de ces sociétés inscrites en bourse. Le Canada a un avantage dans ce domaine. Nos marchés des capitaux pour les petites entreprises – sur les plans de l'infrastructure d'inscription et de négociation, du cadre réglementaire et de l'architecture intégrée des sociétés de courtage inscrites qui exercent des activités de négociation et prise ferme, des professionnels en droit et comptabilité – sont plus développés et diversifiés que ceux de la plupart des autres pays. Les dynamiques marchés publics et privés au Canada pour les petites entreprises sont au centre des activités de mobilisation de capitaux des petites entreprises canadiennes, et même la clé de notre prospérité économique.

Cependant, le secteur des petites entreprises a connu des moments difficiles. Au cours des cinq dernières années, la baisse des activités commerciales et des bénéfices, la baisse des cours des matières premières, le secteur minier surendetté, les changements fiscaux récents qui nuisent à l'achat de titres sur les marchés privés, le tout combiné avec des investisseurs de détail et institutionnels très intolérants au risque que représentent les actions des petites entreprises, ont réduit sérieusement le cours et la liquidité des actions.

Financement par actions des petites entreprises Volume et valeur des opérations



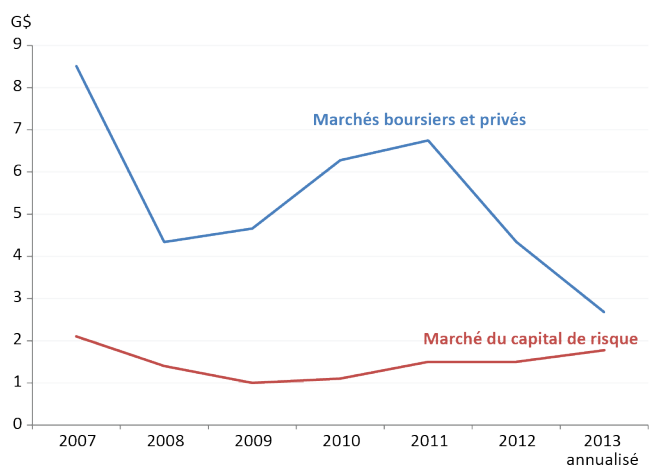
Source : ACCVM

Ces facteurs ont compromis l'émission de nouvelles actions sur les marchés publics et privés. Les financements par actions des petites entreprises (émissions de 20 M\$ ou moins) ont totalisé 2,5 G\$ cette année sur une base annualisée, en baisse de 40 % par rapport aux résultats de 2012, qui eux-mêmes étaient en baisse de 40 % par rapport à l'année précédente. La moyenne des financements annuels était de 3,5 G\$ en 2012-2013, environ la moitié des financements annuels en 2006-2007. Les financements par PAPE, de 20 M\$ ou moins, sont environ la moitié de la valeur totale des financements avant le krach

financier de 2006-2007. Au cours des deux dernières années, le nombre de financements a chuté de moitié au quart par rapport au nombre d'avant le krach. Les PAPE de moins de 5 M\$ se sont effondrés durant cette période. Bien qu'il s'agisse d'une chute touchant tous les PAPE et émissions secondaires des petites entreprises, la détérioration des secteurs des mines et de l'énergie a contribué à l'effondrement généralisé des financements.

Les marchés publics et privés pour les petites entreprises au Canada éclipsent les investisseurs providentiels, le capital de risque, le capital privé et les fonds de couverture comme source de financement par actions. Même en ces temps difficiles, les marchés publics et privés ont fourni annuellement 2 à 4 G\$ de fonds propres aux petites et moyennes entreprises et entreprises en démarrage, plus que les autres sources de financement. C'est pourquoi lorsque ces marchés qui mobilisent des capitaux pour les petites entreprises sont en panne, il n'y a pas beaucoup de solutions de rechange pour les entreprises canadiennes. Le capital de risque, incluant les fonds d'investissement canadiens et étrangers, investi dans des entreprises en démarrage totalisait environ 1 G\$ en 2012 (le tiers provient de fonds de capital de risque étrangers), ce qui est peu par rapport aux financements obtenus sur les marchés publics et privés au Canada. Deuxièmement, les investisseurs providentiels, même s'ils constituent une source importante de fonds pour les entreprises en démarrage et en émergence – ils font souvent partie de grappes dans le domaine de la santé concentrées à l'université et disséminées à travers le pays – apportent aussi une contribution modeste au financement global des entreprises de petite taille.

Financement par actions des petites entreprises



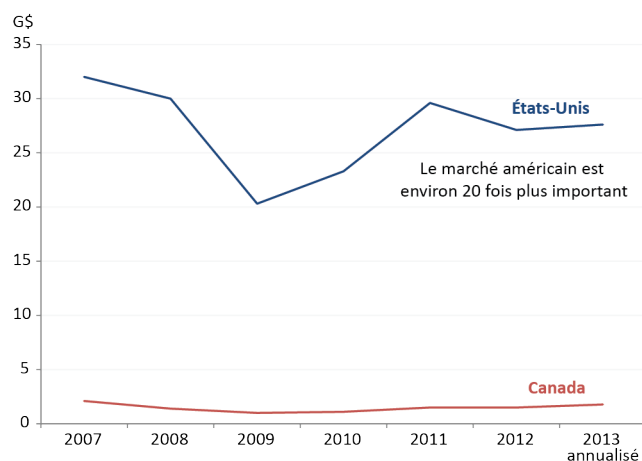
Sources : ACCR, ACCVM

Les sources de financement par actions pour les petites entreprises sont beaucoup moins diversifiées au Canada qu'aux États-Unis. C'est pourquoi lorsque les marchés pour mobiliser des capitaux sont moins favorables, les possibilités de financement des petites entreprises canadiennes sont sérieusement compromises. Par ailleurs, en plus d'une

diminution des financements et de l'augmentation du coût du capital, les problèmes de financement peuvent pousser les entreprises canadiennes en panne sèche dans les bras des Américains. En effet, les sociétés technologiques et pharmaceutiques américaines sont à l'affût pour s'accaparer d'entreprises qui ont créé des occasions d'affaires rentables. Cette situation représente un recul important pour l'avenir économique du Canada.

De récentes politiques fédérales ont reconnu l'importance du capital de risque pour le financement des petites entreprises. Le Plan d'action pour le capital de risque mis sur pied par le gouvernement fédéral est conçu notamment pour fournir de l'argent aux entreprises de capital de risque actives sur les marchés canadiens et qui ont réussi. Une recherche récente, menée par l'Association canadienne du capital de risque (ACCR) en collaboration avec Industrie Canada et Statistique Canada, a montré que les entreprises de capital de risque jouent un rôle clé dans le financement et la gestion des petites entreprises, et que les entreprises qui profitent du capital de risque favorisent la croissance économique, la création d'emplois et de valeur pour les parties intéressées.

Investissement en capital de risque



Sources : ACCR, NVCA

Même si l'appui fédéral aux entreprises de capital de risque est louable et qu'il augmentera les possibilités de financement, le gouvernement fédéral devrait se rendre compte que la politique la plus efficace pour mobiliser des capitaux est la mise en place d'allègements fiscaux offerts par l'intermédiaire de la structure existante de mobilisation de capitaux qui comprend : les marchés boursiers et les marchés des capitaux privés; les sociétés de courtage inscrites auprès de l'OCRCVM qui s'occupent des émissions publiques et des placements privés, qui négocient et vendent les actions au public investisseur; les courtiers sur le marché dispensé; et les professionnels de soutien qui œuvrent en droit et comptabilité.

Encourager la mobilisation des capitaux avec des allègements fiscaux

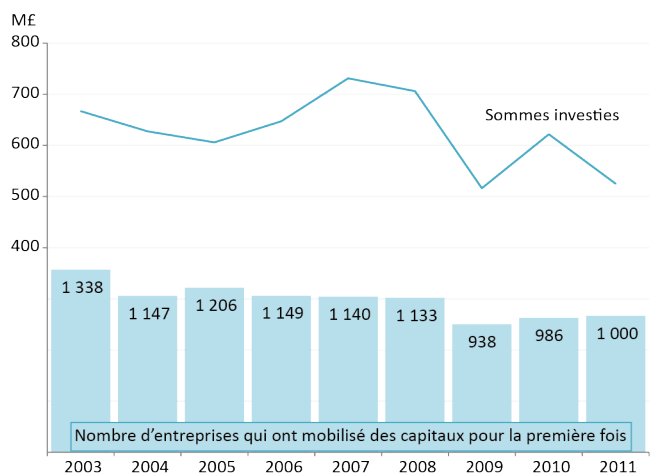
Des allègements fiscaux efficaces augmenteront la demande pour de nouvelles émissions provenant de petites entreprises, particulièrement celles qui ne font pas partie du secteur des ressources naturelles, et les mobilisations de capitaux deviendront plus économiques. Un allègement efficace encouragera les petites entreprises à entreprendre de nouvelles activités de financement et insufflera un nouvel élan et un nouveau dynamisme dans la structure actuelle de mobilisation des capitaux. L'arrivée d'un allègement bien conçu ne peut pas tomber à un meilleur moment.

Le gouvernement fédéral devrait promouvoir un programme fédéral d'allègement fiscal pour aider au financement public et privé des petites entreprises qui augmenterait le rendement après impôts des nouvelles actions émises par les petites entreprises en adoptant une réduction ciblée des impôts sur les gains en capital.

La diminution des impôts sur les gains en capital pourrait être réalisée de deux façons :

- i) Report d'impôts sur les gains en capital si les produits de la vente servent à acheter les actions admissibles d'une petite entreprise. L'exonération immédiate d'impôts permet de débloquer des capitaux immobilisés pour acheter des actions de petites entreprises.
- ii) Diminution du taux d'imposition des gains en capital réalisés lors de la vente d'actions admissibles de petites entreprises.

Programme d'investissement dans l'entreprise du R. U. Nombre d'entreprises et sommes investies



Source : HMRC

Les dépenses fiscales générées par l'une ou l'autre de ces propositions pourraient soigneusement être limitées en restreignant leur application aux seules actions de petites entreprises qui sont admissibles à un traitement fiscal spécial. Le gouvernement fédéral pourrait aussi introduire un allègement fiscal spécial pour les entreprises en démarrage

et en émergence basé sur le modèle du Programme d'investissement dans l'entreprise (EIS) au Royaume-Uni. Il s'agit d'un programme fructueux de financement des petites entreprises en vigueur depuis 20 ans qui prévoit une diminution d'impôts de 30 % pour les placements admissibles. De plus, il n'y a pas d'impôts sur les gains en capital si les actions sont détenues pendant trois ans.

Depuis son lancement en 1993, 18 500 entreprises ont vendu pour 8,6 G\$ d'actions. En 2010-2011, 1 937 entreprises ont mobilisé des capitaux, et pour 1 000 entreprises, il s'agissait de la première fois. Le programme EIS a été élargi en 2012 après une étude indépendante menée par le HM Treasury sur les retombées du programme. Si l'on extrapole les résultats de l'EIS, on peut s'attendre à ce que le coût annuel d'un tel programme au Canada soit d'environ 240 M\$.

Réduire le fardeau réglementaire des intermédiaires, les sociétés de courtage inscrites

Les 185 sociétés spécialisées qui exercent des activités dans le secteur des valeurs mobilières au Canada sont une partie intégrante et une composante clé de l'infrastructure de mobilisation de capitaux pour les petites et moyennes entreprises. Ces sociétés exercent des activités de prise ferme et de négociation sur les marchés publics et privés pour les actions de petites entreprises. Elles vendent ces actions à des investisseurs institutionnels et de détail. Dans les cinq années qui ont suivi la crise financière de 2008, ces sociétés se sont vu imposer des règles et réglementations nouvelles et exhaustives régissant les pratiques de marché en plus des obligations de fournir un grand nombre d'informations dans leurs rapports avec les clients et de satisfaire aux exigences de la règle de meilleure exécution pour la négociation des titres sur des marchés multiples.

Le rythme rapide de production des nouvelles règles a limité les possibilités de conduire des analyses coûts-avantages rigoureuses et des examens après leur entrée en vigueur pour en examiner l'impact. C'est pourquoi il est probable que l'ensemble des nouvelles règles régissant les courtiers et sociétés inscrits combiné avec les nouvelles exigences de déclaration a augmenté le coût des opérations, créé des règles et des coûts de conformité en trop, et qu'elle auront des conséquences inattendues. Actuellement, avant l'entrée en vigueur de nouvelles règles et réglementations, le projet est généralement publié pour demander les commentaires du public. Cependant, il n'y a pas d'action concertée de la part des organismes de réglementation pour justifier la *rapport coût-efficacité* des nouvelles règles et réglementations.

Il est important de se rappeler que la production de règles a été massive et rapide, même si les activités de gestion de patrimoine et les activités institutionnelles de négociation et prise ferme d'actions pratiquées par les courtiers inscrits n'ont pas causé la crise financière de 2008, et il n'y a eu aucun scandale majeur récent impliquant des courtiers inscrits et leurs sociétés. De plus, des sondages indépendants montrent

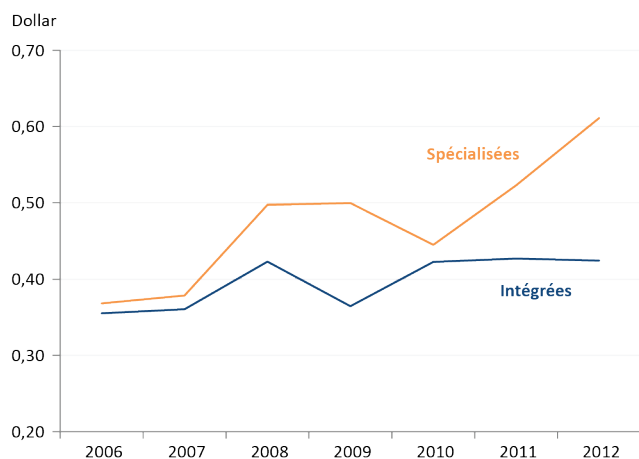
que les clients de courtiers inscrits font beaucoup confiance à leurs conseillers et les tiennent en haute estime.

Ces faits mènent à quelques observations :

- i) Le rythme de production des règles a été trop rapide pour garantir que la réforme réglementaire soit économique et ciblée.
- ii) Il pourrait y avoir des gains d'efficacité si les organismes de réglementation accordaient moins d'importance à la réglementation et la conduite des courtiers et sociétés inscrits auprès de l'OCRCVM qui sont assujettis à des normes élevées de compétence et d'autosurveillance, et plus d'importance aux sociétés et à leurs employés qui sont quasiment non réglementés.
- iii) Le dédoublement et le chevauchement des réglementations pourraient être évités et des gains d'efficacité pourraient être réalisés s'il y avait une meilleure répartition des responsabilités entre les commissions provinciales des valeurs mobilières et les organismes d'autorégulation du secteur des valeurs mobilières.

Les faibles bénéfices des sociétés de détail et des sociétés spécialisées dans les services institutionnels causés par des difficultés commerciales, tant pour les activités de financement que les activités de négociation, ont été tronqués par les coûts du lourd fardeau de conformité imposé à ces sociétés dont le chiffre d'affaires est déjà limité. Le fardeau réglementaire est particulièrement accablant pour les sociétés de courtage qui se fient aux comptes de services-conseils à honoraires et dont le chiffre d'affaires n'est pas assez élevé pour supporter l'augmentation des coûts. Ce sont précisément ces sociétés qui s'occupent de presque tous les financements des petites sociétés et du placement de leurs actions spéculatives sur les marchés publics et privés.

Frais d'exploitation par dollar de revenu



Source : ACCVM

Les frais d'exploitation du secteur ont augmenté de 15 % au cours des cinq dernières années et les coûts par dollar de revenu pour les sociétés spécialisées ont augmenté de plus de 50 % au cours de la même période.

Le resserrement catastrophique des marges est le résultat de l'augmentation incessante des frais d'exploitation durant cette période et de l'effondrement du chiffre d'affaires. Les statistiques montrent que *plus de la moitié* des sociétés spécialisées ont perdu de l'argent assez régulièrement au cours des deux dernières années.

Les faibles bénéfices de ces sociétés ont lourdement pesé sur l'infrastructure de mobilisation de capitaux utilisée par les petites et moyennes entreprises en nuisant aux activités de financement et placement exercées par ces sociétés de courtage en difficulté et aux services-conseils qu'elles fournissent. À cause des faibles bénéfices enregistrés, plusieurs sociétés du secteur envisagent maintenant, ou l'ont déjà fait, de liquider leurs biens, se fusionner ou se regrouper, ce qui diminuera le nombre de participants et la concurrence dans les services de mobilisation de capitaux. Onze sociétés de courtage se sont retirées de l'OCRCVM au cours du premier semestre de l'année – elles ont fermé leurs portes, ont fusionné ou été vendues à d'autres sociétés. Ce rythme de défection est *quatre fois plus élevé* que la normale. La perte de ces sociétés spécialisées diminue l'efficacité et la compétitivité des marchés des capitaux pour les petites entreprises canadiennes.

L'organisme coopératif en matière de réglementation des valeurs mobilières

Le gouvernement fédéral a conclu des ententes avec les gouvernements provinciaux de l'Ontario et de la Colombie-Britannique pour mettre sur pied un régime coopératif en matière de réglementation. L'objectif est d'encourager les autres provinces à participer à ce régime coopératif en vue de remplacer les réglementations provinciales actuellement en vigueur par un organisme de réglementation nationale. L'entente de principe entre les trois gouvernements prévoit la mise en place d'un mécanisme de surveillance détaillé constitué du conseil des ministres et d'un conseil d'administration expert pour s'occuper de la conformité et de la production de la réglementation. Le mécanisme de surveillance proposé pour l'organisme coopératif en matière de réglementation est beaucoup plus important que le régime réglementaire actuel et il prévoit la mise à contribution d'une expertise d'affaires dans l'élaboration des pratiques ayant trait à la conformité et des règles; il sera aussi plus ouvert et beaucoup plus transparent.

Une surveillance et une responsabilisation plus proactives et transparentes, une expertise d'affaires plus présente dans la procédure officielle de surveillance réglementaire, et plus d'échanges avec le public, augmenteront l'efficacité et l'économie de la conformité aux nouvelles règles et du mécanisme d'élaboration des règles. Les règles seront conçues pour combler les lacunes réglementaires qui auront été décelées

et elles seront assujetties à des analyses coûts-avantages rigoureuses ainsi qu'à une évaluation de leur impact après leur entrée en vigueur. Une plus grande responsabilisation favorisera l'adoption d'une réglementation plus visionnaire, comme mettre davantage l'accent sur l'efficacité des personnes inscrites à se conformer à leurs obligations professionnelles et normes d'éthique.

Nous recommandons au Comité permanent des finances de la Chambre des communes d'appuyer publiquement le projet d'organisme coopératif en matière de réglementation des valeurs mobilières et d'encourager toutes les provinces à intégrer leur organisme de réglementation actuelle dans ce cadre coopératif en matière de réglementation. Un système réglementaire plus responsable contribuera à une meilleure réglementation. De plus, la mise en place de l'organisme coopératif en matière de réglementation permettra d'adopter une réglementation plus économique à cause de la diminution des droits directs étant donné que le gouvernement fédéral dédommagera les provinces participantes plus petites pour les droits réglementaires et les recettes perdus. La diminution des droits réglementaires génèrera des économies pour les sociétés de courtage et les autres participants au marché, toutes autres choses restant égales par ailleurs. L'organisme coopératif en matière de réglementation devrait aussi diminuer les coûts de conformité des sociétés de courtage et des émetteurs assujettis à cause de la simplification de la réglementation.

Conclusion

Au cours des 20 dernières années, le Canada a mis en place une des infrastructures les plus efficaces et les plus enviées dans le monde pour recueillir des capitaux pour les petites et moyennes entreprises et les entreprises en démarrage. Les forces de cette infrastructure résident dans les vastes quantités d'actions disponibles, la polyvalence et l'innovation des financements, un processus de mobilisation de capitaux économique, des informations appropriées fournies aux investisseurs ainsi que des règles boursières qui les protègent. Finalement et le plus important, la plupart des décisions sur l'accès aux capitaux et le coût du capital sont le fait du marché – un regroupement des investisseurs de détail et institutionnels dans des marchés d'entreprises à faible capitalisation – et non le fait de gestionnaires de fonds en particulier qui font certains placements. Cela est la preuve que les meilleures idées et entreprises peuvent obtenir du financement.

Le Canada peut difficilement accepter que son infrastructure financière subisse des dommages irréversibles. Les difficultés de financement des petites entreprises, la mauvaise situation financière des courtiers preneurs fermes et placeurs, et le fardeau réglementaire imposé à tous les participants au marché, ont affaibli les fondements de cette structure financière. Des allègements fédéraux pour encourager la vente des actions des petites entreprises et une attaque tous azimuts pour mettre en place au Canada un régime coopératif en matière de réglementation sont peut-être des mesures élémentaires pour restaurer l'infrastructure des mécanismes de financement, mais elles sont néanmoins importantes.

Je tiens à exprimer une reconnaissance toute particulière à Eon Song, analyste des marchés des capitaux, qui a fourni les analyses et l'assistance technique.

Veuillez agréer mes salutations distinguées.



Ian C. W. Russell, FCSI
Président et chef de la direction de l'ACCVM
Novembre 2013