



INVESTMENT INDUSTRY ASSOCIATION OF CANADA
ASSOCIATION CANADIENNE DU COMMERCE DES VALEURS MOBILIÈRES



LETTRE DU PRÉSIDENT

Prendre les mesures pour sauver la Bourse de croissance TSX; une stratégie pour accroître l'accès des petites entreprises au marché des actions, promouvoir la croissance et créer des emplois N° 91

FAITS SAILLANTS :

Les sociétés spécialisées sont sous pression à cause de l'augmentation sans précédent des frais d'exploitation.

Les difficultés des petites sociétés spécialisées ont coïncidé avec l'effondrement du marché public de capital de risque.

La Bourse de croissance perdra toute importance à moins qu'un plan de redressement soit adopté assez rapidement.

Le gouvernement fédéral peut beaucoup aider les marchés privé et public sur lesquels se financent les petites entreprises en adoptant des incitatifs fiscaux bien ciblés.

L'évènement qui a attiré l'an passé beaucoup d'attention dans le secteur des valeurs mobilières a été la suite ininterrompue de démissions de sociétés spécialisées de l'OCRCVM à cause de : fusions et regroupements, cessations des activités d'exploitation, ou transitions vers des catégories d'inscription moins contraignantes, notamment celle de courtier sur le marché dispensé. Il y a eu neuf démissions en 2015 qui s'ajoutent aux vingt-cinq des deux années précédentes – ce qui représente 18 % des membres de l'OCRCVM. La présence des petites sociétés de courtage dans le secteur des valeurs mobilières a diminué de 25 %. Ces sociétés exercent des activités de courtage sur les marchés boursiers pour les titres de sociétés à petite capitalisation, notamment à la Bourse de croissance : prise ferme et placement des nouvelles actions émises par ces sociétés et négociation de leurs actions existantes.

Les sociétés spécialisées sont sous pression

Les sociétés spécialisées institutionnelles représentent environ la moitié des démissions de l'année passée, la dernière étant survenue à la mi-décembre avec la fermeture de la renommée société Salman Partners inc. Des conjonctures économique et commerciale difficiles, particulièrement le ralentissement persistant des marchés des ressources naturelles, et l'érosion implacable des marges d'exploitation et des fonds propres ont provoqué la banqueroute de plusieurs sociétés spécialisées institutionnelles. Les mêmes facteurs expliquent que les sociétés spécialisées de détail ont subi le même sort. Les produits générés par les activités des services bancaires d'investissement et la négociation des actions de sociétés de petite et moyenne tailles ne se sont jamais remis de l'effondrement soudain des marchés de l'énergie et des mines du début de 2011, donc une disette de quatre ans de produits et bénéfices. Les marchés des ressources naturelles ne sont pas l'unique responsable. Plusieurs sociétés de petite et

moyenne tailles sont restées fermées plus longtemps à cause des coûts pour devenir ouvertes. Elles ont remis à plus tard les PAPE et les financements subséquents sur le marché boursier.

Les sociétés spécialisées institutionnelles ont aussi fait face à une concurrence accrue de la part des plus grandes sociétés intégrées qui auparavant n'offraient pas de services bancaires d'investissement aux petites sociétés dont la capitalisation boursière oscille autour des 200 M\$ à 500 M\$. Ces grandes sociétés exercent maintenant des activités en amont de la chaîne alimentaire.

L'augmentation inexorable des frais déclenche une restructuration massive

Il y a eu une augmentation sans précédent des frais d'exploitation des sociétés spécialisées et des sociétés intégrées pour financer les ressources et technologies nécessaires afin de se conformer au grand nombre de nouvelles règles qui se sont appliquées aux activités institutionnelles et de détail. Les grandes sociétés qui bénéficient d'économies d'échelle sont en meilleure posture pour couvrir ces frais.

Les frais d'exploitation des sociétés spécialisées ont augmenté brusquement à la fin de la première décennie des années 2000, car il a fallu se conformer aux obligations de meilleure exécution sur plusieurs marchés des actions, s'adapter aux conséquences de la diminution des écarts de négociation causée par les négociations à haute fréquence et faire face à la hausse des : frais d'exécution, droits d'accès aux marchés et coûts des données de marché. A suivi une deuxième série d'augmentations de coûts réglementaires causées par l'entrée en vigueur d'une nouvelle réglementation, le modèle de relation client-conseiller (MRCC). Comme la plupart des sociétés spécialisées institutionnelles détiennent des comptes de détail en plus de leurs

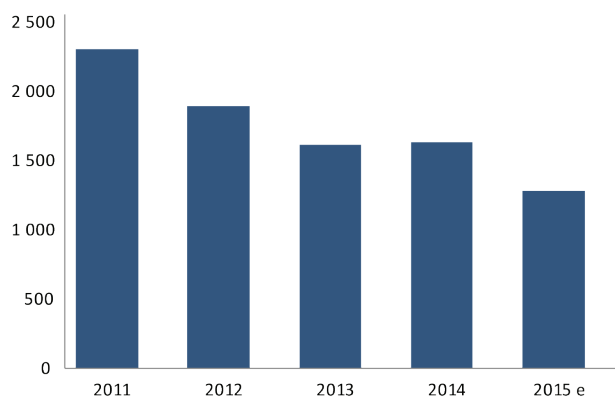
activités principales, elles ont été assujetties au MRCC. Les coûts technologiques ont aussi augmenté pour se conformer aux exigences de conformité et rationaliser les activités d'exploitation.

Ce n'est donc pas surprenant, devant une telle situation et la présence de certains signes qu'il y aura d'autres réglementations, que le tiers des chefs de la direction de sociétés de courtage en valeurs mobilières aient déclaré lors d'un récent sondage de l'ACVM qu'ils s'attendaient à une augmentation des regroupements dans le secteur au cours des deux prochaines années. Vingt-trois pour cent des chefs de la direction interrogés ont déclaré que le nombre de regroupements demeurera sensiblement le même et les autres s'attendent à une diminution. Le grand nombre de sociétés dont les produits bruts sont inférieurs à 10 M\$ suggère que plusieurs sociétés fermeront leurs portes, car leurs activités commerciales ne sont pas suffisantes pour couvrir la hausse incessante des frais.

Le marché public canadien de capital de risque été décimé au cours des dernières années

Les difficultés des petites sociétés spécialisées ont coïncidé avec l'effondrement du marché public de capital de risque, la Bourse de croissance TSX (TSXV). Le ralentissement persistant des marchés des ressources naturelles et les changements structurels récents du marché des titres à petite capitalisation ont durement touché tant les sociétés spécialisées que le marché des titres à petite capitalisation. Sous tous les aspects, la situation de la TSXV s'est brusquement détériorée au cours des cinq dernières années et elle en est presque à son dernier souffle.

Bourse de croissance TSX Nombre total de financements



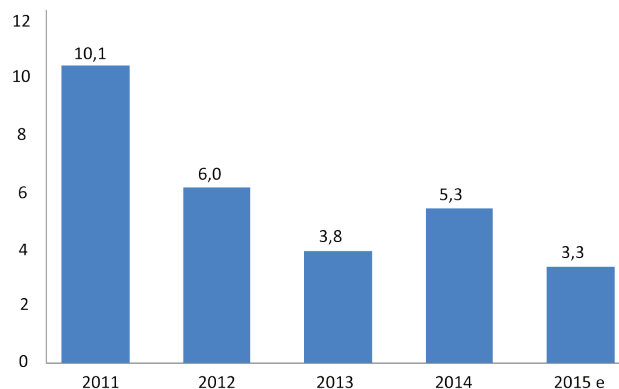
e=estimation

Source : TMX

Depuis 2011, les financements à la Bourse de croissance sont en chute libre : ils étaient supérieurs à 10 G\$ en 2011 et ils étaient d'environ 3,3 G\$ en 2015. L'indice composé S&P/TSXV s'est effondré durant cette période et il n'est plus actuellement que le cinquième du sommet qu'il avait atteint au début de 2011. Les activités de négociation ont reculé de façon spectaculaire. Les inscriptions à la bourse n'ont pas progressé et on estime qu'il y a actuellement 600 sociétés inscrites à la TSXV dont le capital d'exploitation a été constitué il y a moins d'un an. La Bourse de Toronto (TSX) a enregistré de meilleures

performances au cours de la période récente. Cependant, l'indice composé S&P/TSX est demeuré sous le sommet de 2011 à cause de la diminution des profits d'un grand nombre de petites et moyennes sociétés inscrites à la bourse à grande capitalisation.

Bourse de croissance TSX Total des financements réalisés (G\$)



e=estimation

Source : TMX

L'effondrement de la TSXV serait une perte énorme pour le Canada et le financement des petites et moyennes sociétés partout au pays. La TSXV a démontré au cours des années qu'elle était une source innovatrice et efficace de capitaux externes pour les petites sociétés. Ces entreprises sont le moteur de la croissance économique et de la création d'emplois au pays. La Bourse de croissance est la plus importante source de fonds propres pour les petites entreprises canadiennes, éclipsant les marchés des capitaux privés sur lesquels se financent les petites entreprises, notamment les fonds de capital de risque et les investisseurs providentiels. Encore maintenant, la TSXV recueille plus de capitaux que l'ensemble des fonds de capital de risque. En 2014, la TSXV, même mal en point, a recueilli 5,3 G\$ versus 2,4 G\$ pour les fonds de capital de risque qui ont en plus l'avantage d'être mieux diversifiés.

Près de 7 G\$ en fonds propres dans le secteur des petites entreprises se sont volatilisés au cours des quatre dernières années alors que les activités à la Bourse de croissance ont chuté. En fait, la perte des capitaux que peuvent mobiliser les petites entreprises sur la Bourse de croissance est beaucoup plus grande. La Bourse de croissance est non seulement une pépinière d'entreprises pour la mobilisation de capitaux afin d'aider les petites entreprises à étendre leurs activités, particulièrement les entreprises du secteur des ressources naturelles, mais elle est aussi un mécanisme efficace pour recycler les capitaux investis à l'échelle du secteur des petites entreprises dans son ensemble. Lorsque des sociétés inscrites étendent leurs activités, après avoir profité de plusieurs financements privés et publics, le cours de leurs actions augmente généralement. Ces entreprises sont souvent vendues et les produits de la vente sont réinvestis dans : des sociétés nouvellement inscrites; des sociétés de capital de démarrage (SCD) inscrites; des sociétés déjà inscrites, à l'aide d'une prise de contrôle inversée (PCI); ou des sociétés fermées du secteur des ressources naturelles et de secteurs autres que celui

des ressources naturelles.

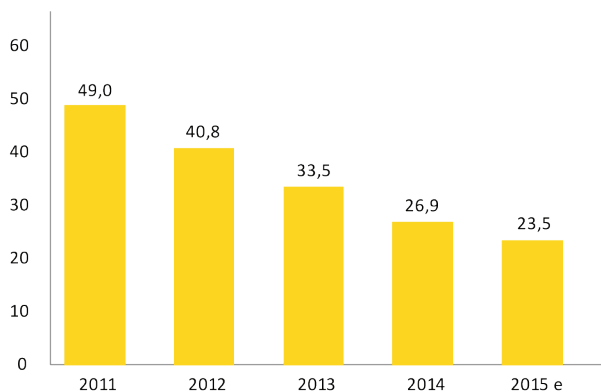
Le marché du capital de risque victime d'une attaque tous azimuts

Il y a plusieurs facteurs qui expliquent la persistance de la débâcle du marché public de capital de risque. D'abord et avant tout, étant donné que la TSXV est axée sur les ressources naturelles, la déconfiture du secteur minier en 2011 a déclenché le premier effondrement du marché. La chute subséquente des cours internationaux du pétrole et du gaz a aggravé le premier choc sur les cours des actions cotées en bourse et les activités de négociation. Cependant, des facteurs structurels sont aussi responsables de la catastrophe qui s'est abattue sur la TSXV. Les mécanismes traditionnels de placement des actions nouvelles ou existantes de sociétés inscrites à la TSXV, mais aussi des actions de petites sociétés inscrites à la TSX, ont été sévèrement endommagés.

La popularité des actions spéculatives auprès des investisseurs institutionnels s'est effritée considérablement. À cause de l'abrogation de la règle sur les biens étrangers et du besoin de réaliser des opérations de grande taille, les grands fonds institutionnels ont délaissé les actions à petite capitalisation spéculatives au profit d'actions étrangères et d'autres types de placements. Parmi les autres facteurs négatifs, il y a l'importance accrue des rendements du marché et les inquiétudes sur la liquidité qui ont incité les fonds institutionnels et les investisseurs à se concentrer respectivement sur les FNB et les fonds communs de placement équilibrés (qui ont triplé depuis 2005) à des fins de stabilité et pour obtenir des revenus constants. Les petits fonds spécialisés dans les titres spéculatifs sont maintenant moins présents dans le système financier, car ils ont de la difficulté à attirer les capitaux et à cause de l'importance accrue des indices de référence pour les investisseurs. De plus, les fonds institutionnels ont mis l'accent sur les placements dans des fonds privés d'actions qui réalisent des rachats.

Bourse de croissance TSX

Capitalisation boursière des émissions inscrites (G\$)



e=estimation

Source : TMX

Au cours des dernières années, la demande des investisseurs de détail pour des actions de petites et moyennes sociétés inscrites a été importante. Cependant, l'enthousiasme des investisseurs de détail s'est considérablement refroidi : leur tolérance au risque a

diminué à cause du contexte d'incertitude financière et parce qu'ils avancent en âge; la popularité des fonds d'investissement gérés et des rendements des indices boursiers qui offrent une plus grande stabilité et prévisibilité des rendements. Par ailleurs, l'augmentation du fardeau de conformité réglementaire s'appliquant à la convenance des placements a rendu les sociétés plus prudentes lorsqu'il s'agit de recommander à des clients les actions de petites sociétés inscrites.

Finalement, la disparition progressive du secteur des petites sociétés spécialisées mine encore un peu plus la TSXV, de même que les petites sociétés inscrites à la bourse à grande capitalisation, la TSX. Ces sociétés de courtage font de la recherche sur les actions des petites sociétés inscrites, trouvent les marchés pour les négocier et les placent. Il est certain que les courtiers sur le marché dispensé effectuent un placement efficace de ces actions. Cependant, ils n'ont pas l'infrastructure pour faire de la recherche et exercer une diligence raisonnable, deux activités indispensables, et négocier ces actions sur les marchés secondaires. L'apport des courtiers sur le marché dispensé au bien-être de la TSXV et du marché des actions à petite capitalisation, mis à part leur participation au placement des nouvelles émissions d'actions, est minime si on le compare aux multiples tâches accomplies par les sociétés de courtage en valeurs mobilières. Tout plan de redressement, notamment l'imposition de restrictions à l'utilisation de la dispense pour investisseur qualifié, devrait tenir compte de cette différence importante.

Relancer la Bourse de croissance TSX

La Bourse de croissance perdra toute importance à moins qu'un plan de redressement soit adopté assez rapidement. Même s'il est improbable que les conditions économiques et financières s'améliorent beaucoup au cours de la prochaine année environ, des mesures peuvent être prises par la TSXV, les organismes de réglementation et les gouvernements pour renforcer la Bourse de croissance et sauvegarder le moteur de financement et de recyclage des capitaux dont profitent les petites entreprises canadiennes.

La Bourse de croissance TSX vient juste d'annoncer la mise en place d'un plan stratégique global pour soutenir, relancer et faire croître son marché. Ce plan est efficace, mais il aurait dû être adopté bien avant. Le plan comporte trois éléments clés : réduire les frais d'administration et de conformité des petites sociétés inscrites, augmenter le nombre d'investisseurs et attirer les capitaux vers la TSXV, et accroître les inscriptions d'entreprises qui n'exercent pas d'activités dans le domaine des ressources naturelles.

Il ne sera pas facile d'attirer de nouveaux investisseurs vers la TSXV et de modifier la composition des entreprises qui s'y inscrivent. Néanmoins, la Bourse de croissance offre aux petites entreprises des innovations alléchantes en matière de financement. Pour commencer, la Bourse de croissance dispose d'un cadre de surveillance solide et efficace en matière de normes d'inscription et d'information. Deuxièmement, les mécanismes pour mobiliser les capitaux sont incomparables : le programme des sociétés de capital de démarrage de la TSXV est un mécanisme efficace pour obtenir du financement par l'intermédiaire d'une société (coquille vide) qui acquiert une société fermée dans un délai de deux ans au moyen

d'une « opération admissible »; le régime de placement de titres au moyen d'un prospectus simplifié fournit une certitude de transaction inégalée et un accès rapide et sécuritaire au financement; le régime d'information multinational fournit un accès inégalé aux capitaux américains; et la mise en place du programme de sociétés d'acquisition à vocation spécifique (SAVS) par la TSX permet à une société de portefeuille de s'inscrire à la TSX et mobiliser des capitaux pour acquérir une société fermée.

Les organismes de réglementation peuvent aussi participer à la relance de la Bourse de croissance. Premièrement, les organismes de réglementation devraient s'opposer au financement participatif. La TSXV est beaucoup plus efficace pour mobiliser des capitaux que le financement participatif et elle protège beaucoup mieux les investisseurs. Deuxièmement, les organismes de réglementation devraient travailler avec la TSXV à réduire et rationaliser les frais administratifs et réglementaires des petites sociétés inscrites, et l'aider à prendre des mesures pour attirer les capitaux vers la Bourse de croissance. Troisièmement, les organismes de réglementation devraient poursuivre leurs efforts pour améliorer et harmoniser les dispenses de prospectus. En particulier, la dispense pour investisseur qualifié devrait être réservée aux courtiers en valeurs mobilières inscrits assujettis à une surveillance rigoureuse d'un OAR concernant la mise en application des règles sur la connaissance du client et la convenance. La protection des investisseurs serait augmentée s'il y avait plus de certitude que les critères d'investisseur qualifié sont bien remplis et cela donnerait aux sociétés de courtage un avantage mérité sur la concurrence pour le placement d'actions. Par ailleurs, la nouvelle dispense de prospectus pour certains placements effectués par l'intermédiaire d'un courtier en placement devrait être offerte dans tous les ressorts. Cette dispense permet aux courtiers de placer de nouvelles émissions de titres sans fournir de renseignements particuliers pourvu que le dossier de l'émetteur indique qu'il se conforme à ses obligations d'information continue.

Le gouvernement fédéral peut beaucoup aider les marchés privé et public sur lesquels se financent les petites entreprises en adoptant des incitatifs fiscaux bien ciblés. Le gouvernement pourrait introduire une version canadienne du Programme d'investissement dans l'entreprise du R.-U. (U.K. Enterprise Investment Scheme [EIS]) qui accorde un crédit d'impôt personnel de 30 % lors de l'achat d'actions émises par des entreprises en démarrage ou en émergence. Cette mesure s'ajouterait à l'exonération cumulative des gains en capital dont profitent la majorité des propriétaires de petites entreprises. Il s'agit d'encourager les investisseurs à courir le risque d'acheter les actions d'entreprises en démarrage. Et avec la croissance économique, le programme aiderait aussi à la mobilisation des capitaux et permettrait ultimement à des sociétés de s'inscrire à la Bourse de croissance. L'EIS a eu un grand succès au Royaume-Uni.

Deuxièmement, par l'adoption d'une règle soigneusement formulée, le gouvernement pourrait accorder un report de l'impôt sur les gains en capital pourvu que les produits de la vente du placement servent à acheter des titres émis par des petites sociétés inscrites. En effet, il arrive souvent que des placements ne soient pas vendus pour éviter l'impôt sur les gains en capital. L'incitatif ne causera pas de pertes de recettes fiscales à moins que les titres émis par des petites sociétés inscrites soient vendus par l'acheteur. Les deux incitatifs peuvent être structurés pour limiter les dépenses fiscales générées par le crédit d'impôt personnel et le report de l'impôt sur les gains en capital.

Un plan de redressement de la Bourse de croissance diversifié réussi comprenant un certain allègement du fardeau réglementaire des sociétés inscrites et des petites sociétés de courtage, des mesures pour attirer plus d'investisseurs (particulièrement les investisseurs américains) sur le marché canadien du capital de risque, une augmentation des inscriptions d'entreprises du secteur des technologies et de secteurs autres que celui des ressources naturelles, et la mise en place d'incitatifs financiers pour les sociétés inscrites à la TSXV afin de compenser les risques, relancera la TSXV. Ces mesures permettront aussi aux petites sociétés spécialisées d'offrir des services bancaires d'investissement et d'exercer des activités de négociation et placement.

Il faut reconnaître que la remise en état de la TSXV prendra du temps. Cependant, les efforts de relance profiteront aux sociétés spécialisées qui ont une vision stratégique et dont les activités d'exploitation sont efficaces et les services bancaires d'investissement et les activités de négociation sont diversifiés. Une plus forte participation des sociétés de courtage aidera à la mise en place d'une Bourse de croissance plus efficace. Le Canada et les petites entreprises canadiennes seront les véritables gagnants.

Veuillez agréer mes salutations distinguées.



Ian C. W. Russell, FCSI
Président et chef de la direction de l'ACCVM
Janvier 2016