

Le 16 mai 2014

Monsieur Carlos J. Leitão
Ministre des Finances
Ministère des Finances
12 rue Saint-Louis
1er étage
Québec (Québec)
G1R 5L3
Par courriel

Monsieur le Ministre,

Objet : Réhabiliter l'appel public à l'épargne comme alternative de financement des entreprises québécoises

Le bon fonctionnement du marché public des capitaux est un enjeu dont l'importance déborde largement le seul secteur financier. Dans toutes les économies développées, il est un rouage essentiel de l'allocation des ressources financières vers les entreprises les plus dynamiques, génératrices d'emploi et de croissance. Le Québec ne fait pas exception à cette règle : la bourse a permis à toute une génération d'entrepreneurs québécois de s'affirmer et à des entreprises tel qu'Alimentation Couche-Tard, Astral, Bombardier, CAE, CGI, Cascades, SNC-Lavalin, Transat, Transcontinental et Uni-Sélect, entre autres, de croître sur les marchés canadien et internationaux.

Or, les effets conjugués de plusieurs facteurs structurels ont mené au cours des dernières années à une atrophie du marché de l'appel public à l'épargne au Québec et de l'écosystème financier qui le supporte.

Les entreprises québécoises ne représentent plus que 12% des sociétés inscrites aux bourses canadiennes (TSX et TSX Venture) alors que le Québec pèse pour 21% de l'économie du pays. Moins de 7% des premiers appels publics à l'épargne (PAPE) des cinq dernières années provenaient du Québec. L'an dernier, seulement deux entreprises québécoises se sont inscrites à la cote du TSX. Ce déclin coïncide avec la quasi disparition du paysage financier du Québec de firmes de courtage actives dans le financement public des petites et moyennes entreprises.

Certains des facteurs affectant les PAPE sont propres au Québec et résultent d'orientations dont les origines remontent à plusieurs décennies. Compte tenu des changements profonds qu'ont connus

depuis le Québec et les marchés financiers, nous croyons qu'un débat s'impose sur la pertinence de certaines de ces orientations.

D'autres problèmes structurels affectent l'ensemble du marché canadien de l'appel public à l'épargne. La solution à ces problèmes pan canadiens peut très bien émaner du Québec. Nous avons su assumer ce leadership dans le passé.

Les facteurs affectant le marché de l'appel public à l'épargne sont connus et assez bien documentés, notamment dans le rapport Dentons/PwC de 2011¹. Un éventuel projet de relance des PAPE devra notamment aborder les questions suivantes :

La fiscalité

Une commission sur la fiscalité – telle que proposée par votre Gouvernement – sera l'opportunité de faire le point sur les divers programmes visant à favoriser la capitalisation des entreprises québécoises. Nous croyons que la fiscalité actuelle des individus et des entreprises crée un biais en faveur du capital de risque, notamment de fonds publics ou fiscalisés, au détriment de l'appel public à l'épargne au Québec. Ce phénomène a des conséquences à long terme sur le développement et la propriété de nos entreprises.

Le rôle des investisseurs institutionnels

L'appel public à l'épargne ne peut s'appuyer sur les seuls investisseurs individuels. L'apport des investisseurs institutionnels est essentiel pour assurer le succès de la plupart des émissions. La concentration des actifs entre les mains d'un nombre restreint de décideurs est donc un frein à l'appel public à l'épargne. Cette concentration favorise le conformisme et crée une inadéquation entre la taille des fonds à investir par les institutions et celle des premiers appels publics à l'épargne : ces derniers sont généralement de trop petite taille pour intéresser les grands gestionnaires. Des pistes de solution à ce problème ont été proposées et méritent d'être explorées plus à fond.

La réglementation

Le cadre réglementaire – qui s'est considérablement alourdi au cours des dernières années – est mal adapté aux petites et moyennes firmes de courtage. Pourtant, un écosystème financier en santé doit inclure de plus petites firmes qui assurent la diversité de l'offre de services et qui sont des joueurs incontournables dans les premiers appels publics à l'épargne. Cette lourdeur du cadre réglementaire explique par ailleurs en partie la forte croissance du marché dispensé dont sont exclus la majorité des investisseurs. Pour ce qui est des émetteurs, les coûts et les efforts requis lors d'un premier appel public à l'épargne ont aussi considérablement augmenté.

¹ Michel Brunet et Pierre Lortie, FMC; Guy Leblanc et Russell Goodman, PwC, «Pour une démocratisation du financement de nos entreprises», 2011.

Si la lourdeur du cadre réglementaire est un problème canadien, ses effets se font plus sentir au Québec puisque, d'une part, l'écosystème financier supportant les PAPE y est moins diversifié et, d'autre part, la fiscalité engendre un biais en faveur de l'apport de capital de risque.

Les effets pervers de l'article 40.1 de la Loi sur les valeurs mobilières concernant la traduction des documents d'offre ont aussi été bien documentés. Non seulement cet article a-t-il pour effet de diminuer le nombre d'émetteurs canadiens produisant des documents en français plutôt que l'augmenter, il pénalise financièrement les investisseurs, cause un manque à gagner pour le secteur financier et contribue à l'isolement du Québec des marchés canadien et internationaux des capitaux. L'approche européenne à cette question de la langue est beaucoup pragmatique et efficace. Il est grandement temps que le Québec s'en inspire.

Le marché secondaire

La liquidité dans le marché secondaire est essentielle au bon fonctionnement du marché des PAPE. La Bourse de Montréal l'avait bien compris et ses succès dans les années 80 reposaient en bonne partie sur son système de «spécialistes» qui avaient l'obligation de coter en continu un marché sur les titres qui leur étaient assignés, incluant ceux issus de récents PAPE. Un programme de relance des PAPE au Québec devra aborder cette question.

Les perceptions et la promotion

Le rapport Dentons conclut que, en général, les dirigeants d'entreprises fermées sous-estiment les avantages de l'appel public à l'épargne et en surestiment les inconvénients et les coûts. Le rapport constate aussi que la grande majorité des chefs d'entreprise qui ont eu recours aux marchés publics le feraient de nouveau si c'était à recommencer. Un éventuel projet de relance des PAPE doit donc s'appuyer sur un programme d'information et de promotion auquel devront contribuer tous les intervenants.

Recommandations

On doit réhabiliter l'appel public à l'épargne comme alternative de financement des entreprises québécoises. L'atteinte de cet objectif nécessitera un effort concerté des intervenants du secteur privé et du Gouvernement dans le cadre d'un plan d'action qui couvrira l'ensemble des domaines d'interventions. Le secteur privé est prêt à entamer ce projet.

Nous recommandons que le prochain budget inclue un énoncé de principe où le Gouvernement:

1. Identifie le marché public des capitaux et la santé de l'écosystème financier qui le supporte comme des enjeux importants pour le développement économique du Québec
2. S'engage à considérer l'incidence de la fiscalité sur les alternatives de financement des entreprises lors des travaux de la commission sur la fiscalité
3. Annonce la formation d'un groupe de travail qui aura pour mandat d'élaborer et de mettre en place un plan d'action visant à réhabiliter l'appel public à l'épargne comme alternative de financement des entreprises québécoises.

Nous sommes à votre disposition afin de discuter ces recommandations au moment qui vous conviendra.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le Ministre, mes meilleures salutations.

Richard Morin
Directeur Général
Association canadienne du commerce des valeurs mobilières

Cc : Luc Monty, Ministère des Finances
Richard Boivin, Ministère des Finances
Michel Brunet, Dentons
François Carrier, Valeurs mobilières Desjardins
Claude Désy, McMillan
Louis Doyle, Groupe TMX
Louis Gendron, Financière Banque Nationale
Richard Legault, Industrielle Alliance Valeurs Mobilières
Eric Lemieux, Finance Montréal
Pierre Lortie, Dentons
Claude Séguin, Finance Montréal
Ben Vendittelli, Valeurs Mobilières Banque Laurentienne