

15 juin 2016

## L'inscription en Bourse : le maillon faible de l'écosystème québécois du financement des entreprises

– Un plan d'action pour y remédier –

Groupe de travail sur le déficit d'inscriptions en  
Bourse des sociétés québécoises<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Les travaux du Groupe de travail sur le déficit d'inscriptions en Bourse des sociétés québécoises ont reçu l'appui logistique et financier de l'Ordre des CPA du Québec et de Finance Montréal.

## PRÉAMBULE

Le *Groupe de travail sur le déficit d'inscriptions en Bourse des sociétés québécoises* (le «Groupe de travail») a été formé à l'initiative de Claude Désy, M. Fisc., FCPA, FCA, TEP, associé du cabinet d'avocats Dunton Rainville. Les travaux du Groupe de travail visent à identifier des solutions au problème du déficit d'inscriptions en Bourse des sociétés québécoises afin de mobiliser les intervenants concernés.

Le Groupe de travail réunit une trentaine d'experts de l'industrie québécoise du capital d'investissement, notamment des comptables professionnels agréés («CPA»), des avocats et des représentants de l'Autorité des marchés financiers («AMF»), du Groupe TMX, de sociétés de courtage en valeurs mobilières, du ministère des Finances du Québec, de la Caisse de dépôt et placement du Québec («CDPQ»), des fonds de travailleurs et des fonds de capital de risque. La vaste expérience et la diversité des expertises des membres du Groupe de travail ont contribué sensiblement à la qualité des travaux. D'ailleurs, les recommandations du Groupe de travail reflètent dans une large mesure la mise en commun des expériences pratiques de ses membres.

De manière à structurer les travaux du Groupe de travail, quatre sous-comités ont été formés :

- Le *sous-comité sur l'entrepreneuriat*, présidé par Guy Pelletier, CPA, CA et associé retraité chez Deloitte
- Le *sous-comité sur les incitatifs à l'inscription*, présidé par Philippe Grubert, CPA, CA et associé responsable de l'audit chez KPMG
- Le *sous-comité sur la liquidité des émetteurs inscrits*, présidé par Geneviève Morin, chef de l'investissement au Fondaction CSN
- Le *sous-comité sur la réglementation et le maintien de l'inscription*, présidé par M<sup>e</sup> Peter Villani, avocat et associé chez Fasken Martineau

Un comité de coordination a supervisé les travaux des quatre sous-comités. Ce comité était composé de deux coprésidents, soit Claude Désy et Sylvain Vincent, FCPA, FCA, associé directeur pour le Québec chez EY, de Louis Doyle, ancien vice-président, Montréal, de la Bourse de croissance TSX, maintenant conseiller auprès de la PME publique et privée et directeur général de Québec Bourse Inc., ainsi que de Michel Magnan, Ph. D., FCPA, FCA et professeur de comptabilité à l'École de gestion John-Molson de l'Université Concordia.

Peu après la formation du Groupe de travail, le chantier Capital d'investissement de Finance Montréal présidé par Gaétan Morin, président et chef de direction du Fonds de solidarité FTQ, s'est mis en branle. Un des mandats de ce chantier étant d'examiner l'état du capital d'investissement au Québec, dont le financement boursier, il a été convenu que Finance Montréal s'associerait aux travaux du Groupe de travail plutôt que de mener des travaux indépendants relativement à l'inscription en Bourse.

Les travaux du Groupe de travail ont bénéficié des contributions financières de Finance Montréal, de l'Ordre des CPA du Québec, du Fonds de solidarité FTQ, du Groupe TMX et de la CDPQ. Nous tenons à les remercier. Notons que la participation financière de ces organismes ne les engage nullement envers les constats et recommandations du présent rapport. De même, le fait d'avoir participé aux travaux du Groupe de travail n'engage d'aucune façon ses membres ni leurs employeurs et les associations professionnelles ou comités dont ils font partie.

## TABLE DES MATIÈRES

1.	INTRODUCTION : UNE ACTION COLLECTIVE POUR DÉVELOPPER UN ÉCOSYSTÈME QUÉBÉCOIS DE VENTE D’ACTIONS COTÉES EN BOURSE ( <i>SELL SIDE</i> ) CRÉATEUR DE RICHESSE .....	4
2.	LE DÉFICIT D’INSCRIPTIONS EN BOURSE DES SOCIÉTÉS QUÉBÉCOISES.....	6
3.	LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES AU QUÉBEC .....	9
4.	PLAN D’ACTION POUR REDYNAMISER L’ÉCOSYSTÈME QUÉBÉCOIS DU FINANCEMENT PUBLIC DES ENTREPRISES .....	11
4.1	Objectif commun et implication du Groupe TMX .....	12
4.2	Accroître les connaissances des rouages et des principes fondamentaux d’une inscription en Bourse .....	13
4.3	Favoriser l’émergence de courtiers spécialisés en PME et l’embauche d’analystes financiers de la PME .....	13
4.4	Renforcer les financements pré-PAPE et post-PAPE .....	15
4.5	Susciter l’intérêt médiatique pour les entreprises inscrites en Bourse .....	16
4.6	Accroître les synergies entre l’industrie du capital privé et celle du financement public .....	16
4.7	Améliorer la formation des intervenants du <i>sell side</i> et favoriser une meilleure compréhension des enjeux....	17
4.8	Promouvoir l’inscription en Bourse des sociétés dans lesquelles ont investi les fonds fiscalisés .....	18
4.9	Mettre sur pied un réseau de parrainage.....	18
4.10	Mettre en place des incitatifs à l’investissement dans les PAPE.....	19
4.11	Contrebalancer le risque associé à la PME publique.....	20
4.12	Supprimer les pénalités fiscales afférentes à l’inscription en Bourse .....	20
4.13	Compenser le coût élevé d’une inscription en Bourse .....	20
4.14	Mettre en place des incitatifs à la transition .....	21
4.15	Adapter la réglementation à la taille de nos entreprises.....	21
4.16	Simplifier les exigences en matière d’états financiers pour les petits émetteurs.....	23
5.	ASSURER LA MOBILISATION DES INTERVENANTS.....	24
6.	CONCLUSION .....	25
	ANNEXE 1 .....	26

## 1. INTRODUCTION : UNE ACTION COLLECTIVE POUR DÉVELOPPER UN ÉCOSYSTÈME QUÉBÉCOIS DE VENTE D'ACTIONS COTÉES EN BOURSE (*SELL SIDE*) CRÉATEUR DE RICHESSE

Le Québec compte parmi les territoires où le financement abonde, tant sur le plan du capital de risque que sur celui du capital de développement. Toutefois, on y retrouve paradoxalement très peu d'inscriptions en Bourse. En effet, alors que le poids économique du Québec au Canada, mesuré en termes de produit intérieur brut («PIB»), est d'environ 20 % et que le rendement des sociétés québécoises inscrites en Bourse se compare avantageusement à celui des autres sociétés ouvertes canadiennes, les sociétés québécoises ne comptent que pour environ 7 % des sociétés inscrites à la cote des deux principales Bourses d'actions du Groupe TMX<sup>1</sup>. De plus, ce pourcentage a diminué au cours des dernières années.

Pourtant, une inscription en Bourse procure des avantages indéniables à certaines entreprises. Elle peut représenter, à divers degrés :

- un outil pour financer la croissance d'une entreprise;
- une monnaie d'échange pour réaliser des acquisitions;
- un outil pour les consolidateurs dans une industrie;
- une source de création d'emplois plus grande par rapport aux autres moyens de financement;
- une option de sortie pour les fonds investisseurs et les autres joueurs;
- une façon de favoriser la participation des employés à l'actionnariat;
- une façon d'accroître la notoriété de l'entreprise sur les marchés locaux et étrangers;
- un outil pour réduire l'endettement qui est souvent un frein à la croissance;
- un outil de création et de maintien de sièges sociaux en sol québécois;
- une source de vigueur du secteur financier québécois, entraînant une hausse des emplois afférents;
- une hausse des recettes fiscales provenant de la création d'emplois et de la hausse des revenus des sociétés;
- une source de financement pour les entreprises dont le modèle d'affaires ne se prête pas à d'autres modèles de financement (dette, etc.);
- un outil de planification successorale.

Quoiqu'un premier appel public à l'épargne («PAPE») ne constitue pas la seule option de financement pour une entreprise arrivée à un stade suffisant de maturité, un marché des PAPE actif et dynamique est sans contredit une caractéristique essentielle d'un écosystème entrepreneurial vigoureux et d'une place financière dynamique. Par ailleurs, force est d'admettre qu'en l'absence d'un nombre considérable de financements publics, les expertises et compétences requises s'étiolent avec le temps, ce qui rend encore plus difficile la conclusion d'un financement à partir du Québec.

Les travaux du Groupe de travail s'appuient dans une large mesure sur les constats formulés dans le cadre d'études récentes qui concluent unanimement à la présence au Québec d'un important déficit structurel d'inscriptions de nos sociétés à la cote de nos marchés boursiers. On pense notamment aux travaux de Magnan et Campbell<sup>2</sup>, de PricewaterhouseCoopers et Fraser Milner Casgrain<sup>3</sup>, de la Banque de développement du Canada<sup>4</sup> et de Compass<sup>5</sup>. Le Groupe a rapidement conclu que les constats de ces études sont fondés et les causes identifiées, probantes. À l'égard de ce dernier point, les études font notamment ressortir les éléments suivants :

---

1 Sauf indication contraire, toutes les données du présent document concernant l'inscription d'entreprises du Québec ou d'autres territoires à la cote du TSX ou de la Bourse de croissance TSX proviennent du Groupe TMX.

2 MAGNAN, Michel, et Bryan CAMPBELL. *Le premier appel public à l'épargne et les sociétés québécoises : état de la situation*, CIRANO, septembre 2014. Étude commandée par le ministère des Finances du Québec.

3 PRICEWATERHOUSECOOPERS et FRASER MILNER CASGRAIN. *Pour une démocratisation du financement de nos entreprises*, avril 2011.

4 BANQUE DE DÉVELOPPEMENT DU CANADA. *Entreprises à impact élevé : accélérer la compétitivité du Canada*, mai 2015.

5 COMPASS CO. *The Global Startup Ecosystem Ranking 2015*, juillet 2015.

- Les conséquences à long terme du transfert du marché des actions de la Bourse de Montréal lors de la restructuration de 1999.
- La concentration grandissante des gestionnaires de portefeuille au Canada au sein de quelques institutions financières d'envergure et la distance accrue entre les entrepreneurs et les gestionnaires de portefeuille principalement situés à Toronto.
- La disparition des petits courtiers spécialisés en PME qui démontraient un intérêt particulier pour les émissions de plus petite taille.
- La présence importante du capital d'investissement privé au Québec.
- Les coûts élevés d'inscription en Bourse et du maintien du statut de société ouverte.
- Une démographie qui favorise les placements à faible risque.

Le Groupe de travail constate qu'en raison, notamment, de ces facteurs, on assiste à un affaiblissement important et graduel de l'écosystème du financement public (*sell side*) au Québec. Dans ce contexte, le Groupe de travail s'est donné pour mission de formuler des recommandations aux principaux intervenants (gouvernement du Québec, AMF, Groupe TMX, Ordre des CPA, universités, etc.) afin que s'enclenchent des actions rapides et concertées destinées à dynamiser cet écosystème et recréer un *sell side* dynamique. Le Groupe de travail reconnaît que ces mesures, dans leur ensemble, sont ambitieuses. Toutefois, il est convaincu que seule la mobilisation des intervenants autour d'actions concrètes permettra à un plus grand nombre d'entreprises d'avoir accès à ce mode de financement dans l'intérêt de l'ensemble de l'économie québécoise.

La suite du présent rapport est structurée comme suit :

- La section 2 rappelle les faits liés au déficit d'inscriptions en Bourse des sociétés québécoises.
- La section 3 présente le financement des entreprises au Québec.
- La section 4 passe en revue les causes du déficit d'inscriptions en Bourse des sociétés québécoises et formule des recommandations afin de le résorber.
- Enfin, la section 5 discute du plan d'action afin d'assurer la mobilisation des intervenants concernés.

## 2. LE DÉFICIT D'INSCRIPTIONS EN BOURSE DES SOCIÉTÉS QUÉBÉCOISES

### Le Québec dans l'environnement canadien

Au 31 décembre 2015, on comptait 215 entreprises québécoises inscrites à la cote de la Bourse de Toronto («TSX») et de la Bourse de croissance TSX, soit seulement 7 % du total des émetteurs inscrits. De manière générale, quoique moins nombreuses, ces entreprises étaient en moyenne de taille plus grande que celles des autres provinces. Leur poids collectif au 31 décembre 2015 représentait 17 % de l'ensemble de la capitalisation boursière des sociétés canadiennes, y compris les fonds négociés en Bourse («FNB»), les produits structurés et les entreprises étrangères inscrites au Canada. À titre comparatif, les entreprises de la Colombie-Britannique comptaient pour 33 % des inscriptions aux deux Bourses, mais leur poids n'était que de 6 % de la capitalisation boursière totale. Ce portrait est cependant trompeur puisque certaines des grandes capitalisations officiellement québécoises en vertu de l'emplacement de leur siège social mènent toutefois la plupart de leurs activités à partir de bureaux situés ailleurs au Canada.

Au 31 décembre 2015, les émetteurs du Québec inscrits seulement à la Bourse de croissance TSX ne comptaient que pour 6 % des sociétés inscrites et que pour 5 % de la capitalisation boursière de toutes les sociétés inscrites à cette Bourse.

Il est intéressant de noter que la faible représentation des entreprises québécoises en Bourse ne semble pas être synonyme d'une sous-performance de leur part. En effet, bien qu'une telle comparaison comporte des limites, il demeure que le rendement des entreprises québécoises inscrites à la cote du TSX, tel qu'il est mesuré par l'indice Québec Morningstar Banque Nationale, a largement dépassé celui de l'indice composite S&P/TSX des dernières années.

Tableau 1

Comparaison de la performance boursière des entreprises québécoises et canadiennes  
(Rendement annuel moyen en pourcentage)

	1 an	2 ans	5 ans
Indice Québec Morningstar Banque Nationale («QXM»)	-2,54	10,12	10,66
Indice composite S&P/TSX	-9,88	0,32	1,86

Source : Banque Nationale du Canada.

### Un déficit d'inscriptions qui s'accroît

Les données récentes montrent que le déficit d'inscriptions en Bourse des sociétés québécoises s'accroît. En effet, dans l'ensemble canadien en 2014, seulement 9 entreprises québécoises se sont inscrites en Bourse au Canada (6 à la Bourse de croissance TSX et 3 au TSX) sur un total de 223 entreprises dans l'ensemble du Canada. Cela représente à peine 3 % du total des nouvelles inscriptions. Seulement 2 sociétés québécoises<sup>6</sup> se sont inscrites à la cote du TSX parmi les 22 entreprises (9 %) l'ayant fait en 2015, abstraction faite des FNB, des produits structurés et des sociétés dont le siège social n'est pas situé au Canada. À la Bourse de croissance TSX, le Québec compte seulement 2 nouvelles inscriptions<sup>7</sup> sur un total de 61 (3 %) pour l'ensemble du Canada.

<sup>6</sup> Services aux immeubles Inc. (TSX : GDI) et Stingray (TSX : RAY).

<sup>7</sup> AlliancePharma (TSXV : APA) et BioFlex Technologies (TSXV : BFT) qui a depuis changé sa dénomination sociale pour Relevium Technologies (TSXV : RLV).

Contrairement à ce qu'on pourrait croire, le nombre plus élevé d'inscriptions de petites sociétés du secteur des ressources de l'Ouest canadien n'explique pas la faiblesse relative du Québec. Même en faisant abstraction de ces sociétés, des FNB et des produits structurés (concentrés à Toronto), la proportion d'inscriptions provenant du Québec s'élevait en 2014 à 8 % (6 sur un total de 77 inscriptions). En 2015, il n'y a qu'une seule entreprise canadienne du secteur de l'énergie qui s'est inscrite au tableau de la Bourse de croissance TSX<sup>8</sup>. Au TSX, ce n'est que 2 sociétés pétrolières ou gazières<sup>9</sup> qui ont accédé à la cotation, dont une issue de la Bourse de croissance TSX. Les deux tableaux suivants présentent l'information détaillée pour chacune des deux Bourses.

Tableau 2

Nouvelles inscriptions au TSX (autres que les secteurs des mines, du pétrole, des FNB et des produits structurés)

Région	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Colombie-Britannique	4	2	5	3	5	2	21
Alberta	4	11	-	4	1	1	21
Prairies	-	1	1	1	--		3
Ontario	10	9	7	13	10	11	60
Québec	4	2	2	3	2	2	15
Atlantique	-	1	-	1	1	-	3
États-Unis	1	1	3	3	1	3	12
International	3	-	0	4	1	1	9
Total	26	27	18	32	21	20	144
Part du Québec	15,4 %	7,4 %	11,1 %	9,4 %	9,5 %	10 %	10,4 %

Source : TMX, y compris les sociétés provenant de la Bourse de croissance TSX.

Tableau 3

Nouvelles inscriptions à la Bourse de croissance TSX (autres que les secteurs des mines, du pétrole et des SCD)

Région	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Colombie-Britannique	15	9	3	11	12	17	67
Alberta	6	7	1	6	6	2	28
Prairies	1	-	-	1	-	-	2
Ontario	11	9	18	18	27	15	98
Québec	4	3	6	4	4	2	23
Atlantique	-	-	1	-	1	-	2
États-Unis	7	3	2	9	6	6	33
International	7	6	-	1	-	3	17
Total	51	37	31	50	56	45	270
Part du Québec	7,8 %	8,1 %	19,4 %	8 %	7,1 %	4,4 %	8,5 %

Source : TMX, y compris les sociétés provenant du TSX.

8 Mitra Energy (TSXV : MTE).

9 Boulder Energy (TSX : BXO) et Tamarack Valley Energy (TSX : TVE).

## Faible utilisation des méthodes de financement de rechange

Nous constatons aussi que peu d'entreprises québécoises ont recours aux autres méthodes d'inscription en Bourse comme le programme de sociétés de capital de démarrage (le «Programme SCD») de la Bourse de croissance TSX, bien que ces méthodes soient utilisées ailleurs au Canada. En effet, on observe qu'aucune société québécoise ne compte parmi les 26 sociétés de capital de démarrage inscrites à la Bourse de croissance TSX.

Tableau 4

Origine des inscriptions à la Bourse de Toronto («TSX»)

	Période 2012-2015				
	Nombre	Distribution	Québec	Reste du Canada	International
PAPE	53	32,5	4	40	9
Issues de la Bourse de croissance TSX	78	47,9	6	62	10
Autres	32	19,6	2	18	12
Sous-total – sociétés émettrices	163	100,0	12	120	31
FNB, Produits structurés, SAVS, FCF	305		1	301	3
Total	468		13	421	34

FCF : Fonds d'investissement à capital fixe.

Source : Groupe TMX.

On note également un phénomène nouveau au Canada anglais, totalement absent du Québec : celui de la création de sociétés d'acquisition à vocation spécifique («SAVS»), mieux connues sous le terme *Special Purpose Acquisition Corporation* («SPAC»). Ce type de produits permet la constitution d'une société cotée en Bourse dont la mission est de compléter une acquisition d'actifs ou un regroupement d'entreprises avec des sociétés en exploitation qui, par suite de cette transaction, respecterait les critères habituels d'inscription à la cote du TSX. On ne retrouve aucune entreprise québécoise parmi les cinq SAVS nouvellement inscrites, ces dernières provenant toutes de l'Ontario.

## Peu de sociétés émettrices issues de la Bourse de croissance TSX

Comme on peut le constater au tableau 4, une part importante des inscriptions à la cote du TSX provient de sociétés qui étaient déjà inscrites à la Bourse de croissance TSX. Les entreprises connaissent alors ce qu'on peut appeler une «période d'incubation» avant de passer au TSX. Au cours de la période 2012-2015, seulement six entreprises québécoises nouvellement inscrites à la cote du TSX provenaient de la Bourse de croissance TSX. Ceci a un effet négatif sur nos inscriptions au TSX, d'autant plus qu'une récente étude<sup>10</sup> démontre que la période d'incubation à la Bourse de croissance TSX, avant de passer au TSX, entraîne des rendements fort intéressants à plus long terme. En effet, l'étude démontre que les sociétés issues de la Bourse de croissance TSX ont connu, en moyenne, une performance supérieure de 31,2 points de pourcentage au cours des trois années qui ont suivi leur inscription au TSX.

<sup>10</sup> MEOLI, Michèle; PENDES, Ari; ROBINSON, Michael, CFA, et Sylvio VISMARA. *Does Spending Time in the Minors Pay Off?* Cette étude qui a gagné le prix 2016 Hillsdale Canadian Investment Research Award de la Société CFA de Toronto conclut : "... we find TSX-V graduations on average outperform VC-backed IPOs by 31.2 percentage points in the three years following the TSX listing. Overall, our results indicate that the TSX-V is an effective incubator market for developing firms, and thus provide important policy and regulatory insights", (page couverture).



### 3. LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES AU QUÉBEC

Une industrie québécoise du capital d'investissement solide...

L'écosystème financier québécois du financement privé des entreprises réussit très bien depuis plusieurs années. La progression de notre industrie du capital de risque fait l'envie dans plusieurs autres territoires. En effet, le Québec se situe dans le peloton de tête en matière de capital de risque selon l'Institut de la statistique du Québec<sup>11</sup>. Au cours de la période 2011-2013, selon les années, le Québec s'est maintenu entre les premier et troisième rangs des pays de l'OCDE en ce qui concerne la disponibilité du capital de risque exprimée en pourcentage du PIB. La part moyenne des investissements en capital de risque en pourcentage du PIB, tous stades et secteurs confondus, s'élevait à 0,24 % au Québec, comparativement à 0,23 % aux États-Unis, 0,21 % en Israël et 0,14 % dans l'ensemble du Canada ainsi qu'en Irlande. Sur la période s'échelonnant de 2004 à 2013, le Québec se retrouvait au 6<sup>e</sup> rang (derrière le Luxembourg, le Danemark, Israël, les États-Unis et l'Ontario). Les progrès en matière de disponibilité du capital de risque au Québec ont donc été très importants.

La vigueur de l'écosystème financier québécois du financement privé des entreprises est confirmée par la récente cartographie du capital d'investissement dressée par PricewaterhouseCoopers («PwC») et a été rendue publique le 8 décembre dernier<sup>12</sup>. Annuellement, 10 G\$ seraient investis au Québec en capital-actions et en quasi-capital-actions dans tout près de 650 rondes individuelles de financement.

... qui masque certaines réalités moins intéressantes

Certains intervenants notent toutefois que cette situation favorable masque une réalité beaucoup moins intéressante. En effet, depuis des décennies, les entreprises québécoises ont bénéficié d'un capital d'investissement important. Cependant, ce type d'investissement s'avère à court ou à moyen terme. Il est donc possible qu'un jour, ce type d'investisseur veuille liquider sa participation soit en demandant à l'entrepreneur de la racheter ou en la vendant. Dans un tel cas, l'entreprise québécoise risque grandement de passer aux mains d'investisseurs étrangers. À ceci, force est de constater que l'évolution démographique du Québec incite bon nombre d'entrepreneurs à se départir de leurs entreprises, faute de relève ou d'une option adéquate de monétisation.

La disponibilité du capital d'investissement ne permet pas de répondre à tous les besoins

Même si le capital d'investissement abonde au Québec et au Canada, il ne semble pas offrir des solutions qui conviennent à toutes les entreprises. Une étude récente de la Banque de développement du Canada («BDC»)<sup>13</sup> discute de l'importance pour le Canada de miser sur le potentiel des entreprises «à impact élevé» afin d'assurer la prospérité. Ces entreprises sont celles qui investissent davantage, innovent continuellement et prennent de l'expansion sur les marchés internationaux. Selon l'étude, ce sont ces entreprises, peu importe leur taille, qui assurent une part très importante de la création d'emplois et expliqueraient une bonne partie de la croissance du PIB. Or, l'étude de la BDC démontre que si, au total, 91 % des entreprises conviennent qu'il est facile d'obtenir du financement traditionnel au Canada, ce n'est guère le cas pour les entreprises à impact élevé qui ont des besoins de financement plus pointus, notamment pour l'obtention de capitaux visant à financer les nouveaux projets ou les nouvelles technologies. Encore une fois, il s'agit d'un point crucial, car ce sont sur ces entreprises que repose la prospérité future du Canada et du Québec.

Toujours selon l'étude de la BDC, les entreprises canadiennes ont deux fois plus de difficultés que leurs consœurs américaines à dénicher du crédit à haut risque, et ce, malgré l'abondance du capital de risque. L'étude démontre que 58 % des PME canadiennes ont de la difficulté à financer leur croissance contre 36 % des PME américaines. La chaîne de financement et de valorisation québécoise ne permet pas de profiter pleinement des occasions de création de valeur.

Le Groupe de travail considère que le financement public prend toute son importance dans ce contexte.

11 INSTITUT DE LA STATISTIQUE DU QUÉBEC. Bulletin [S@voir.stat](mailto:S@voir.stat), <http://www.stat.gouv.qc.ca/statistiques/science-technologie-innovation/bulletins/savoir-stat-vol14-no4.pdf>, octobre 2014, volume 14, numéro 4, page 8.

12 PRICEWATERHOUSECOOPERS. *Cartographie de l'offre en capital d'investissement au Québec*, 8 décembre 2015, page 13.

13 BANQUE DE DÉVELOPPEMENT DU CANADA. Page 9.

## L'inscription en Bourse : une décision bénéfique

Les dirigeants d'entreprise consultés par le Groupe de travail qui ont effectué un PAPE au cours des deux dernières années ont noté que l'expérience avait été positive. Certains ont d'ailleurs noté que le financement privé comportait parfois lui aussi des inconvénients. À titre d'exemple, des entrepreneurs nous ont mentionné que les exigences de reddition de compte des investisseurs privés surpassent parfois celles des marchés boursiers et accaparent le temps précieux des entrepreneurs.

Le caractère positif de l'inscription en Bourse est confirmé par une étude de PwC et Fraser Milner Casgrain («FMC») <sup>14</sup> qui conclut que la majorité des entrepreneurs consultés considèrent que leur inscription en Bourse leur a permis de saisir de nouvelles occasions d'investissement, de faciliter les financements bancaires ou obligataires, et d'alléger le coût de financement. Cette étude conclut également que l'obtention de financement ne serait pas le premier motif qui pousse les entreprises à s'inscrire en Bourse. En effet, la réduction de l'endettement de la société et la monétisation de la participation des fondateurs seraient les principales raisons motivant un PAPE dans seulement 37 % et 38 % des cas. Les trois premières raisons seraient plutôt la création d'une monnaie d'échange pour les acquisitions (83 % des cas), la levée de capital requis pour financer la croissance ou une acquisition, et, enfin, le renforcement de la notoriété et l'image de la société auprès des clients, fournisseurs, employés et gouvernements. Éric Boyko et François-Xavier Souvay, deux dirigeants d'entreprises québécoises nouvellement cotées en Bourse, nous ont confirmé ces perceptions.

Toujours selon PwC et FMC, le financement public renforcerait et faciliterait la mise en place de programmes incitatifs destinés aux employés. Il serait également plus facile pour une société ouverte de s'intégrer aux réseaux commerciaux nord-américains et internationaux. Les exigences imposées par les autorités de réglementation lors d'une émission en Bourse aideraient à accroître cette notoriété à l'étranger et augmenteraient du coup la confiance dans la société émettrice.

### Néanmoins, peu d'inscriptions en Bourse

Dans plusieurs circonstances, le recours au financement public se veut donc pour l'entreprise une option intéressante susceptible de contribuer au développement et à la croissance de nos entreprises et de notre économie. Comment alors expliquer que peu d'entreprises québécoises décident de recourir à cette forme de financement? Le Groupe de travail, après une revue des études sur le sujet, conclut que cette situation traduit essentiellement la faiblesse de l'écosystème québécois en appui au financement public, des lacunes du plan de l'entrepreneuriat et l'importance grandissante des exigences réglementaires applicables aux émetteurs publics. En bref, les capitaux au Québec seraient au rendez-vous. Ils attendent simplement un écosystème plus favorable à leur pleine valorisation.

L'enjeu est de grande importance, car le dynamisme du marché des capitaux est primordial pour l'avenir de notre économie. Les auteurs Magnan et Campbell mentionnaient que :

*« Quoique le PAPE ne constitue plus la seule alternative [sic] de financement pour une entreprise arrivée à un certain stade de maturité, il ressort clairement de nos entretiens qu'un marché des PAPE actif est une caractéristique essentielle d'un centre financier dynamique, les expertises et compétences requises pour les PAPE s'étioyant avec le temps en l'absence d'émissions. À cet égard, une certaine inquiétude quant à l'avenir de Montréal comme centre financier est partagée par plusieurs répondants<sup>15</sup>. »*

Les prochaines sections passent en revue les défis de l'écosystème québécois en appui au financement public et formulent un ensemble de recommandations afin de les corriger. À cet égard, le Groupe de travail ne croit pas avoir épuisé toutes les approches possibles. Il est clair que les constats et recommandations du présent rapport pourront inspirer d'autres initiatives bénéfiques visant à redonner à nos entrepreneurs et investisseurs le goût du risque calculé.

---

14 PRICEWATERHOUSECOOPERS et FRASER MILNER CASGRAIN. Page 4. Fraser Milner Casgrain est maintenant connue sous la dénomination sociale Dentons.

15 MAGNAN et CAMPBELL. Pages 1 et 2.

#### 4. PLAN D'ACTION POUR REDYNAMISER L'ÉCOSYSTÈME QUÉBÉCOIS DU FINANCEMENT PUBLIC DES ENTREPRISES

##### PLAN D'ACTION SOMMAIRE

Le plan d'action comprend 20 recommandations dont voici les principales sous trois thèmes :

##### Augmenter la visibilité des PME publiques

1. Créer un site Web sur les sociétés ouvertes québécoises (recommandation 6) ainsi qu'un réseau de parrainage (recommandation 11)
2. Inciter les investisseurs institutionnels à mettre en place un commissionnement favorisant les analystes de PME publiques qui sont établis au Québec (recommandation 4)
3. Adopter des mesures fiscales qui encouragent l'embauche d'analystes basés au Québec et qui se consacrent au marché des PME publiques (recommandation 3)

##### Stimuler la demande et la liquidité par les investisseurs

4. Introduire un nouveau régime simplifié de type régime d'épargne-actions pour les PME publiques (recommandation 13) et inciter les fonds fiscalisés à soutenir ces dernières (recommandation 10)
5. Différer les gains en capital si le gain est réinvesti dans les PME publiques québécoises (recommandation 14)

##### Accroître l'offre de capitaux par les entreprises et simplifier leur gouvernance

6. Faire en sorte que le Groupe TMX, ainsi que les autres intervenants, visent à ce que 20 % des inscriptions proviennent du Québec (recommandation 1)
7. Modifier la loi sur l'impôt pour que la société et ses actionnaires conservent les avantages fiscaux une fois la société inscrite en Bourse (p. ex., transfert et crédits de recherche et développement) (recommandation 15)
8. Offrir de l'aide financière à l'inscription en Bourse (recommandation 16)
9. Sous le leadership de l'Autorité des marchés financiers, simplifier et alléger le cadre réglementaire applicable aux PME publiques (recommandation 18)
10. Simplifier les exigences comptables pour les PME publiques (recommandation 20)

##### PLAN D'ACTION DÉTAILLÉ

##### Un écosystème de financement public à la recherche d'une vigueur perdue

L'écosystème financier québécois met peu en valeur l'inscription en Bourse comme outil de croissance pour nos PME et de création de valeur pour notre économie. Quand les entrepreneurs québécois non-inscrits en Bourse entendent parler des marchés boursiers, c'est la plupart du temps en raison de ses aspects rébarbatifs, soit les coûts et les obligations réglementaires qui y sont associés, la vision à court terme qu'imposerait la présentation des résultats trimestriels, la perte de contrôle des actionnaires actuels, la divulgation obligatoire d'informations critiques qu'un statut d'entreprise fermée permet de garder confidentielles ou encore les coûts et les contraintes liés aux exigences linguistiques. Bref, la Bourse n'a pas la cote.

Les membres du Groupe de travail ont pris acte des défis auxquels fait face l'écosystème financier québécois. Ils sont d'avis que l'écosystème a grandement changé au cours des dernières années et qu'il n'est plus ce qu'il était au moment de la fièvre du Régime d'épargne-actions («RÉA») et de la présence d'une Bourse d'actions (la Bourse de Montréal) entourée d'un écosystème local complet. Par exemple, il faut se rappeler que 40 PAPE ont été réalisés au Québec entre 1986 et 1990 dans le cadre du RÉA, soit une moyenne de 8 par année. Le Groupe de travail est également d'avis que l'érosion graduelle

du réseau de vente *sell side* axé sur les PME québécoises explique en grande partie le peu d'émissions publiques réalisées au Québec depuis une vingtaine d'années.

Souvenons-nous du succès remporté par les nombreux premiers PAPE réalisés au cours des années 1980. Ce sont d'ailleurs ces appels publics qui ont mené à la création de l'expression «Québec Inc.» connue de tous. Plusieurs de ces PAPE québécois n'étaient que de quelques millions de dollars. Or, certaines des entreprises qui ont levé alors des capitaux ont maintenant une capitalisation de plusieurs centaines de millions, voire de milliards de dollars.

Il est donc important de ne pas fermer la porte aux émissions de tailles plus modestes, car elles peuvent constituer les futurs porte-étendards du Québec Inc. En effet, peut-on imaginer ce que serait l'économie québécoise en 2016 sans les Jean Coutu, CGI, Alimentation Couche-Tard, Métro, Québecor et autres? Ces entreprises, devenues des incontournables du paysage économique et financier québécois, ont toutes financé leur expansion grâce aux PAPE. Sans une émission publique, ces entreprises n'auraient possiblement pas pu croître sans être acquises par des intérêts étrangers.

L'inscription en Bourse est une opération complexe nécessitant des compétences particulières qui sont en voie de disparition dans la métropole québécoise. Ces compétences se retrouvent maintenant bien souvent à Toronto, contribuant du coup à l'érosion graduelle du statut de Montréal comme place financière d'envergure. Une masse critique d'activités en valeurs mobilières (financement, inscription en Bourse, etc.) est aussi nécessaire pour permettre à l'AMF et d'autres experts de maintenir leur haut niveau d'expertise et de rayonnement sur la scène canadienne.

Selon le Groupe de travail, pour ce qui est de notre écosystème financier, le déficit d'inscriptions en Bourse des sociétés québécoises découle largement de l'amputation de l'un de ses piliers (le *sell side*), plutôt que d'un manque de fonds pour les PME publiques. Éric Boyko de Stingray, une des deux seules entreprises québécoises à avoir effectué un PAPE sur le TSX en 2015, a d'ailleurs fait part de son étonnement quant à l'ampleur des capitaux disponibles au Québec. Même son de cloche de Christian Cyr de Fiera Capital, également consulté dans le cadre du présent rapport. Il a relaté son expérience lors de la levée de capitaux pour le fonds Fiera II. À peine quelques minutes lui ont permis de recueillir les 18 M\$ nécessaires au fonds qu'il gère.

Dans ce contexte, le Groupe de travail formule un ensemble de recommandations afin de relancer l'écosystème de financement public des entreprises.

#### 4.1 Objectif commun et implication du Groupe TMX

L'écosystème du financement public au Québec comprend, notamment, le Groupe TMX, les courtiers en valeurs mobilières participant aux diverses émissions, les universités qui forment les professionnels de l'industrie, les professionnels de l'industrie et leurs associations (comptables, avocats, etc.), l'AMF, les divers fonds d'investissement et les entreprises. Tous ces intervenants ont un rôle à jouer afin d'assurer la présence d'un *sell side* dynamique au Québec. Il est important d'examiner les lacunes de chacun et les moyens pour les corriger. Il est impératif que ce mode de financement soit présent sur notre territoire et que nos sociétés performantes et celles qui peuvent le devenir y aient accès.

Le Groupe TMX est un élément important de l'écosystème des émetteurs publics. En outre, ses activités de marketing, de promotion et de soutien aux émetteurs jouent un rôle critique dans le rehaussement de l'attrait et la visibilité d'un PAPE en tant que mode de financement des entreprises. Par conséquent, tout effort en ce sens doit être adéquat et compatible avec une présence plus grande des entreprises québécoises à la Bourse.

##### Recommandation 1

*De concert avec les autres intervenants du milieu financier québécois, le Groupe TMX devrait souscrire à l'objectif que les sociétés inscrites en Bourse provenant du Québec constituent près de 20 % des inscriptions au Canada (soit le poids économique du Québec). Par conséquent, les ressources déployées devraient être cohérentes avec l'atteinte de cet objectif.*

#### 4.2 Accroître les connaissances des rouages et des principes fondamentaux d'une inscription en Bourse

On observe depuis plusieurs années au Québec un effritement graduel des connaissances des rouages des marchés publics par les entrepreneurs québécois et les conseillers qui les accompagnent ou devraient les accompagner. Dans une certaine mesure, cette situation reflète la réduction graduelle de la présence des entreprises québécoises cotées en Bourse qui a naturellement entraîné un affaiblissement de l'écosystème d'accompagnement.

##### Recommandation 2

*Les divers intervenants de la chaîne de financement québécoise devraient renforcer leur collaboration dans l'élaboration de formations (dont certaines pour les membres de la haute direction) afin d'augmenter le niveau de connaissance des éléments fondamentaux des rouages boursiers chez nos entrepreneurs et les professionnels de l'industrie.*

#### 4.3 Favoriser l'émergence de courtiers spécialisés en PME et l'embauche d'analystes financiers de la PME

Les analystes financiers (du *sell side* ou du *buy side*) jouent un rôle fondamental dans le financement d'une entreprise, particulièrement d'une entreprise de petite taille. Il est très difficile pour une entreprise de lever du financement en l'absence d'un courtier qui fait activement la promotion d'une émission. À la suite du mouvement de consolidation qui a pris place au cours des dernières décennies, il ne reste au Québec que peu de courtiers qui s'intéressent au financement public des petites entreprises. Les courtiers restants sont souvent des divisions d'entreprises de Toronto qui ont davantage un intérêt pour les financements considérables. De manière générale, les participants au Groupe de travail notent qu'il est difficile d'intéresser les grands courtiers à un PAPE de moins de 100 M\$. Ce sont les courtiers indépendants spécialisés en PME qui pourraient s'en occuper dans un écosystème sain.

L'effet de la quasi-disparition des courtiers spécialisés en PME pour ce qui est de l'accès au marché boursier par les PME et les conséquences de leur déclin au Québec ont été illustrés avec clarté par Jacques Ménard de BMO Marché des capitaux lors d'une présentation donnée en 2010<sup>16</sup>. Il a fait remarquer que sur les 2 400 PAPE ayant vu le jour à la Bourse de croissance TSX au cours de la période 2000-2009 :

- 28 % des émissions avaient été réalisées par des syndicats de courtiers émetteurs dont le chef de file était un courtier appartenant à une grande banque;
- 23 % des émissions avaient été réalisées par des courtiers traditionnels de plein exercice;
- 49 % des émissions avaient été réalisées par des petits courtiers.

Il note également que les courtiers boutiques étaient au cours de la période considérée à l'origine de plus des deux tiers (67 %) des financements inférieurs à 10 M\$. Ces courtiers réalisaient donc près de la moitié du nombre d'émissions, peu importe la taille de celles-ci et étaient, de surcroît, la principale voie d'accès au marché boursier pour les PME. Or, selon Jacques Ménard, on ne retrouve pratiquement plus de courtiers spécialisés en PME au Québec. Ils sont pourtant bien représentés à Toronto, Calgary et Vancouver.

Aussi, en l'absence à Montréal de courtiers qui s'intéresseraient aux plus petites entreprises en Bourse, il est très difficile pour les PME présentant une petite capitalisation boursière d'intéresser les investisseurs institutionnels. À cet égard, Magnan et Campbell<sup>17</sup> notent que, toutes choses étant égales par ailleurs, un gestionnaire de portefeuille est plus susceptible d'investir dans une entreprise locale par opposition à une entreprise située hors de sa province tout comme un courtier en valeurs mobilières est plus susceptible de promouvoir le PAPE d'une entreprise locale. Sans couverture d'analystes, une entreprise nouvellement inscrite peut difficilement intéresser un courtier en valeurs mobilières qui a la double obligation de bien connaître son client et de bien connaître les produits qu'il offre. Une autre étude démontre que ce sont les courtiers locaux qui couvrent les PME publiques et que leur proximité a une incidence sur la qualité de leurs

---

<sup>16</sup> MÉNARD, Jacques. *Perspective on the Canadian IPO Market Place*, Réseau Capital, 29 avril 2010.

<sup>17</sup> MAGNAN et CAMPBELL. Pages 59 et 60.

analyses<sup>18</sup>. On se doit d'insister sur l'importance de la proximité des analystes et des banquiers d'affaires de la PME publique. Or, ces derniers sont maintenant pour la plupart basés à Toronto, délaissant de plus en plus les PME publiques.

De même, une ronde de financement commence habituellement par des capitaux locaux, soit le capital de proximité. Sans leur présence, il est difficile de convaincre les autres investisseurs de la pertinence d'un projet d'affaires. En effet, si un entrepreneur a été incapable de convaincre ses voisins immédiats du bien-fondé de son plan d'affaires, il suscitera assurément le doute chez les investisseurs plus éloignés.

Notons également que la seule inscription en Bourse ne crée pas de liquidités pour les titres de PME nouvellement inscrites. Le rendement, souvent intéressant, que procurent de tels placements est rarement instantané. Ce type de placement produit un rendement appréciable généralement quand il s'inscrit dans une stratégie d'achat à long terme (*buy and hold strategy*) s'échelonnant sur quelques années. Les investisseurs, qu'ils soient l'entrepreneur ou l'investisseur institutionnel, doivent démontrer qu'ils considèrent les investisseurs du grand public comme des partenaires à part entière.

Pendant la période de création de valeur et de liquidités pré-PAPE et post-PAPE, le capital de proximité est donc important, tant sur le plan financier que sur celui de la confiance dans le placement, notamment dans l'équipe de direction de l'émetteur. Le capital institutionnel québécois comprend bien cette dynamique. Il faut donc réussir à convaincre non seulement les courtiers spécialisés en PME de s'implanter à Montréal ou encore à convaincre les courtiers associés à de grandes institutions financières d'allouer les ressources nécessaires pour aider les PME à s'inscrire en Bourse, s'y maintenir et créer de la valeur.

Les emplois dans le domaine financier sont souvent mieux rémunérés que la moyenne et représentent une source intéressante de revenus pour les gouvernements. Ils sont importants pour le développement de l'économie québécoise et son rayonnement sur la scène internationale et pourraient, par conséquent, bénéficier de mesures incitatives à leur création semblables à celles accordées à d'autres industries (p. ex., les jeux vidéo et le multimédia ou la production télévisuelle ou cinématographique, centres financiers internationaux («CFI»)).

### Recommandation 3

*Des mesures fiscales incitatives à l'embauche devraient être adoptées pour les sociétés de courtage ayant des établissements situés au Québec et qui sont actives dans les activités des PME publiques québécoises.*

*Ces mesures fiscales incitatives à l'embauche viseraient notamment :*

- *le financement de PME québécoises (recherche, par placements privés et par prospectus);*
- *l'entrée en Bourse de PME québécoises;*
- *les activités de fusions et acquisitions liées aux PME publiques québécoises.*

*Ces mesures pourraient être gérées par le ministère des Finances du Québec et promues par Finance Montréal.*

### Recommandation 4

*Inviter les investisseurs institutionnels québécois à mettre en place un commissionnement de transaction de courtage afin de favoriser l'embauche d'analystes par des courtiers depuis leur établissement au Québec. Le commissionnement de transaction pourrait comprendre :*

- *un montant annuel fixe pour l'embauche d'analystes du côté vente ou achat (sell ou buy side) par des courtiers en valeurs mobilières;*
- *une bonification additionnelle pour les analystes participant aux analyses portant sur les PME publiques québécoises.*

---

<sup>18</sup> O'BRIEN, Patricia C., et Hongpin TAN. *Geographic Proximity and IPO Firm Coverage*, Université de Waterloo, octobre 2010.

#### 4.4 Renforcer les financements pré-PAPE et post-PAPE

Nos consultations ainsi que la revue des études consultées révèlent que le déficit d'inscriptions en Bourse des sociétés québécoises s'accompagne de niveaux inadéquats de financement et de liquidités dans la phase de croissance précédant immédiatement le PAPE («phase pré-PAPE») ainsi que dans la période ultérieure («phase post-PAPE»). Selon plusieurs observateurs, cette situation mine le potentiel des entreprises québécoises à lever des fonds sur les marchés publics.

La problématique de la phase pré-PAPE découle du fait que, si le marché canadien du capital de risque est capable de financer adéquatement les entreprises en démarrage ou en phase de croissance, il ne semble pas combler les besoins en capitaux des entreprises évoluant dans une phase pré-PAPE.

Un rapport de la firme de consultants Compass illustre d'ailleurs très bien la situation. Il place Montréal pour la première fois dans son classement Global Startup Ecosystem Ranking 2015<sup>19]</sup> des 20 villes les plus innovatrices de la planète. On peut y lire ceci :

*“With its cultural diversity and high quality of life, Montreal has proven to be a fertile ground for entrepreneurs and innovative tech start-ups. From its early successes with large exits in the animation industry in the mid-90s, Montreal has grown into a top 20 start-up ecosystem with a good balance across the key indexes.”*

Le rapport note la facilité d'y trouver du financement parce que la métropole, et le Québec :

*“have complemented its good institutional investor community with a number of well-organized, active angel investor groups such as Anges Québec”*

Cependant, Compass souligne que la grande faiblesse de Montréal est celle-ci :

*“Start-ups here still find themselves needing to cross the border to secure later-stage capital». L'étude en rajoute en mentionnant que : «... there are a few areas where Montreal's start-up community seriously lags behind the top U.S. and European hubs, namely its ability to support rapidly scaling companies and its lack of large exits which are needed to energize the ecosystem”.*

Il y a donc au Québec des capitaux pour les phases initiales de croissance et de développement, mais un problème persisterait lorsque vient le temps de financer les étapes ultérieures de l'expansion de nos PME.

Le constat de Compass rejoint d'ailleurs les conclusions d'une étude publiée au tournant de la décennie par PwC et FMC<sup>20]</sup> qui souligne que les sociétés canadiennes de capital de risque, entre 2003 et 2009, ont moins souvent utilisé un PAPE pour liquider leurs investissements que leurs concurrentes américaines. La proportion est de 17 % au Canada contre plus de 30 % aux États-Unis. Toutefois, cet écart ne serait pas nouveau puisque de 1991 à 2004, note-t-il encore, à peine 5,85 % des liquidations de participation se sont soldées par un PAPE au Canada, contre 35,65 % aux États-Unis. L'absence de fonds de capital de risque capables de soutenir des rondes de financement d'envergure en phase pré-PAPE peut expliquer cette situation. Ainsi, en 2014, parmi les 10 pays au monde qui ont attiré le plus d'investissements en capital de risque, la ronde moyenne de financement au Canada a atteint 4,5 M\$, ce qui place le Canada en 9<sup>e</sup> position, loin derrière les États-Unis (plus de 12 M\$), Israël (10 M\$) et le Royaume-Uni (9 M\$).

L'investissement en capital de risque au Canada semble donc se concentrer dans des entreprises relativement petites, possiblement en phase d'amorçage et de démarrage. Des données récentes colligées par PwC pour le compte de Finance Montréal confirment ce diagnostic pour le Québec<sup>21]</sup>. Dans les faits, il semble que l'option d'émettre des actions en Bourse

---

19 COMPASS CO. Page 23.

20 PRICEWATERHOUSECOOPERS et FRASER MILNER CASGRAIN.  
21 THOMSON REUTERS. *Canada's Venture Capital Market in 2014, 2015*, page 16.

n'en est pas vraiment une pour plusieurs PME, car elles n'ont pas la chaîne de financement pour se rendre à cette étape. Il faut donc s'assurer que le financement public demeure une option disponible pour l'entrepreneur. De plus, les entreprises dans lesquelles du capital de risque a été investi ont évolué et atteignent des stades de développement où l'investisseur initial voudra réaliser une sortie. Il est essentiel que l'écosystème québécois soit en mesure de réaliser le financement public (si c'est la volonté de l'entreprise) à partir du Québec.

En ce qui a trait à la phase post-PAPE, un entrepreneur qui est venu partager son expérience avec le Groupe juge que le financement public est l'option à privilégier pour l'entreprise dont le plan d'affaires repose sur la croissance rapide et qui veut jouer le rôle de consolidateur au sein de son industrie plutôt que de se faire acquérir par ses compétiteurs, souvent étrangers. D'ailleurs, comme déjà mentionné, des entrepreneurs qui se sont récemment inscrits en Bourse nous indiquaient que, pour eux, il avait été facile de lever des fonds au Québec. Toutefois, une fois le PAPE complété, la liquidité des titres de PME cotées est souvent faible, voire inexistante, ce qui rend parfois difficile la poursuite de leur croissance, car la réalisation d'émissions ultérieures est problématique. Un facteur contribuant à cet état de fait est le peu de suivi de la part des analystes financiers pour ce type de titre.

#### Recommandation 5

*Les principaux intervenants du financement au Québec devraient s'engager à soutenir les entreprises à forte croissance qui sont à la phase pré-PAPE afin de faciliter leur éventuelle inscription en Bourse. Ainsi, ils pourraient y consacrer directement une plus grande partie de leurs fonds ou, sinon, mettre en place (un ou des) fonds pré-PAPE et post-PAPE, afin de soutenir les entreprises dans la préparation à une inscription en Bourse, leur éventuelle inscription et la période cruciale qui suit l'inscription.*

#### 4.5 Susciter l'intérêt médiatique pour les entreprises inscrites en Bourse

Qui dit absence d'analyses dit absence de recommandation d'achat, mais aussi une couverture médiatique plus limitée. Les journalistes, comme les courtiers, ne veulent pas donner l'impression qu'ils incitent à l'achat d'un titre qui n'a pas été passé au crible par quelques analystes réputés. Cette absence, ou quasi-absence, de couverture médiatique n'aide en rien à stimuler l'intérêt pour les titres des PME québécoises. La place occupée dans nos médias par des sociétés québécoises inscrites en Bourse pourrait être plus grande et comprendre des collaborations avec des analystes financiers indépendants québécois. L'objectif serait de créer un nouveau «buzz» autour des entreprises québécoises cotées en Bourse.

Nous croyons que la croissance est en bonne partie une question de culture. Une étude menée par Google et PwC Australie conclut que l'écosystème des entreprises en démarrage (*start-up*) doit baigner dans une culture d'entrepreneuriat :

*"Entrepreneurial activity is heavily influenced by the cultural environment surrounding entrepreneurs. Ecosystems where people see opportunities to start a business, where people believe in the skills and knowledge they hold, and where entrepreneurial success are highly visible in the media are good indicators of the population's entrepreneurial intentions and total early-stage entrepreneurial activity<sup>22</sup>".*

#### Recommandation 6

*Faciliter le travail des médias par la création d'un site Web consacré aux sociétés québécoises inscrites en Bourse. Ce site présenterait de l'information sur ces sociétés et permettrait de faire une promotion active et continue auprès des journalistes et du grand public.*

#### 4.6 Accroître les synergies entre l'industrie du capital privé et celle du financement public

L'industrie du capital d'investissement semble scindée en deux clans : le capital privé et le capital public. Pourtant, ces deux segments de l'industrie du capital d'investissement sont complémentaires et font partie de la même chaîne de

---

22 GOOGLE et PRICEWATERHOUSECOOPERS. *The Startup Economy: How to support tech startups and accelerate Australian innovation*, avril 2013.



valorisation et de création de richesse. Aussi, plusieurs ont constaté qu'il est peu fréquent de retrouver, dans les ententes de placement des fonds de capital de risque, la possibilité d'une sortie par voie de PAPE parmi les scénarios de sorties envisagés.

#### Recommandation 7

*Les associations professionnelles représentant le capital privé et le capital public doivent développer à court terme des activités afin de favoriser la coopération et le développement d'habitudes de travail complémentaires (formations, activités de réseautage, séminaires).*

#### 4.7 Améliorer la formation des intervenants du *sell side* et favoriser une meilleure compréhension des enjeux

Les travaux du Groupe de travail ont rapidement permis de conclure que de nombreux intervenants de l'écosystème financier québécois ne faisaient pas ou peu de distinction entre le *buy side* et le *sell side* du capital d'investissement à l'intérieur du secteur financier. Ils ont également permis de constater que le *sell side* de notre écosystème méritait une attention particulière.

Le *sell side* regroupe l'ensemble des opérations financières qui consistent à prendre des participations dans des entreprises existantes ou en formation, à planifier des appels publics à l'épargne, et à agir à titre de banque d'affaires et de conseiller financier auprès des entreprises et des investisseurs. Ces services jouent un rôle important dans le développement des entreprises, car l'institution financière ou les services professionnels connexes (notamment les services juridiques, comptables, d'analyse, de recherches, etc.) participent aux collectes de fonds, achètent et revendent les nouvelles émissions d'actions, et conseillent les entrepreneurs dans ce processus primordial pour leur avenir. C'est donc la partie du système financier qui lance les opérations d'entrée en Bourse (marché primaire) et assure le maintien d'un marché secondaire fluide par la suite, ce qui permettra aux investisseurs de négocier facilement les titres qu'ils ont acquis. Ces activités sont essentielles au maintien d'un écosystème financier vigoureux au Québec et, tout particulièrement, à Montréal.

Cela étant dit, l'offre de cours touchant le *sell side* dans les institutions d'enseignement supérieur québécoises est marginale. Les universités québécoises ont largement délaissé l'enseignement de la finance appliquée pour se concentrer sur la gestion de portefeuille. Les thèmes liés au *sell side* sont éparpillés dans plusieurs programmes différents, voire dans différentes facultés. Il n'existe pas de programmes qui se consacrent uniquement à la question et les cours plutôt disparates portant sur ce sujet ne suscitent pas l'intérêt des étudiants<sup>23</sup>. De plus, il y a peu de recherche en finance appliquée.

#### Recommandation 8

*Mettre en place un Diplôme d'enseignement supérieur spécialisé (DESS) en finance appliquée et en faire la promotion. L'enseignement serait offert par des praticiens et des professeurs ayant une expérience pertinente. Pour assurer le développement et la pérennité de ce diplôme, celui-ci devrait graduellement devenir une exigence lors de l'embauche de personnes dont l'emploi est lié au capital d'investissement.*

*Ce diplôme pourrait être développé par l'industrie en collaboration avec l'Ordre des CPA du Québec et CPA Canada.*

*Un des objectifs de ce diplôme serait de voir à ce que les intervenants de l'écosystème québécois du financement aient une connaissance pratique des rouages boursiers et de l'encadrement réglementaire des entités publiques (intervenants, finances de l'entreprise, réglementation, types de valeurs disponibles, information financière, fiscalité, titres émis, montages financiers, types de fonds d'investissement, etc.). Aussi, les universités québécoises pourraient valider le niveau de connaissance des rouages boursiers de leurs étudiants et y apporter les correctifs requis le cas échéant.*

---

23 DESGROSEILLERS, Benoît. *Comparatif des formations en « Investment Banking »*, Finance Montréal, octobre 2015.

## Recommandation 9

*Mettre sur pied l'Institut québécois de la finance appliquée afin d'assurer une veille et une formation continue du sell side dans le monde universitaire et chez les praticiens québécois de la finance, des valeurs mobilières, de l'information financière, du droit et de la fiscalité. Cet institut s'inspirerait du Capital Markets Institute mis en place par la faculté d'administration Rotman de l'Université de Toronto.*

### 4.8 Promouvoir l'inscription en Bourse des sociétés dans lesquelles ont investi les fonds fiscalisés

Les fonds fiscalisés québécois sont de durée illimitée. Les sommes qu'ils ont amassées au cours des récentes décennies et qu'ils recueillent annuellement ainsi que leurs réinvestissements en font des joueurs de premier plan au Québec. Il serait sain et créateur de valeur que ces fonds fiscalisés apportent aux marchés publics sur une base plus régulière leurs placements. Comme bien d'autres fonds, ils ont probablement dans leur portefeuille des placements qui méritent d'être monétisés et valorisés par une entrée en Bourse. Les fonds fiscalisés ont une influence telle que pour dynamiser le *sell side* de notre secteur financier, leur participation active aux inscriptions et aux maintiens en Bourse est primordiale.

## Recommandation 10

*Introduire dans les lois des trois fonds fiscalisés un incitatif à la monétisation par inscription en Bourse, y compris l'utilisation d'autres méthodes d'inscription. L'incitatif pourrait prendre la forme d'une majoration à la norme d'investissement respective dans le cas de placements dans les sociétés québécoises inscrites en Bourse (SCD, PAPE, placements secondaires, placements privés et par prospectus) des sociétés visées jusqu'à ce que leur capitalisation boursière ait atteint un certain niveau (p. ex., 500 M\$). Les titres admissibles à cette fin comprendraient uniquement des actions ordinaires à plein droit de vote.*

*Par exemple, chaque 1 \$ investi dans une PME publique équivaldrait à 1,5 X 1 \$ en vertu de la norme d'investissement des fonds fiscalisés. Cette correction compenserait, en quelque sorte, le risque associé à la petite capitalisation, son manque de liquidité et la volatilité de sa valeur.*

### 4.9 Mettre sur pied un réseau de parrainage

L'entrepreneur et son ambition sont une composante essentielle à la croissance des entreprises et de l'économie en général. Plusieurs participants ont fait remarquer que le réflexe de conquérant, caractéristique de l'entrepreneur américain, était moins perceptible chez nous. En général, l'entrepreneur québécois se satisferait de sa situation. Il aurait souvent peu d'intérêt pour la création d'une entreprise de grande taille ou de taille mondiale. À l'été 2010, le journal *Les Affaires* publiait un article intitulé *Croître? Non merci!*<sup>24</sup> qui reflétait bien cet état d'esprit.

Par ailleurs, les membres du Groupe de travail notent que l'inscription en Bourse, contrairement à l'époque du premier programme RÉA, est peu valorisée. Or, «Cela devrait être célébré comme une médaille olympique!», souligne Éric Boyko, l'entrepreneur derrière Stingray. On est toutefois bien loin de festoyer!

Un autre élément qui semble inciter les entrepreneurs à garder le capital de leur entreprise fermé est la quantité d'informations qu'ils doivent rendre publiques pour s'inscrire en Bourse. Pour des sociétés de plus petite taille, cette obligation de transparence peut procurer un avantage indéniable à des concurrents qui en savent désormais beaucoup plus sur la stratégie d'affaires des entreprises inscrites en Bourse.

Il est également important de rappeler que la dilution du contrôle sur l'entreprise souvent associée à un financement public est une des grandes craintes des entrepreneurs. En effet, les nouveaux investisseurs obtiennent ainsi des droits de vote qui peuvent amenuiser le rôle et le pouvoir du fondateur de l'entreprise. C'est pourquoi, les actions multivotantes devraient continuer de faire partie des outils mis à la disposition des entrepreneurs pour qui cette option devient un moyen de répondre à cette crainte.

---

<sup>24</sup> FOURNIER, Marie-Ève. «Croître? Non merci!», *Les Affaires*, 23 août 2010.

Il serait évidemment illusoire de prétendre que les travaux d'un comité puissent, à eux seuls, insuffler une ambition telle aux entrepreneurs québécois que ceux-ci verraient tout à coup l'inscription en Bourse comme une nouvelle panacée. N'empêche, le Groupe de travail convient qu'il est nécessaire de mieux mettre en valeur les avantages de l'inscription en Bourse comme source de financement auprès des entrepreneurs afin d'assurer la croissance de leur entreprise.

#### Recommandation 11

*Mettre sur pied un réseau de parrainage par des entrepreneurs de sociétés inscrites pour les entrepreneurs qui envisagent une inscription en Bourse. Entre autres, l'Association Québec Bourse et l'Ordre des CPA pourraient créer une banque d'entrepreneurs et de spécialistes qui pourraient assurer le parrainage (p. ex., CPA, gestionnaires, juristes, spécialistes des relations publiques, etc.).*

#### Recommandation 12

*Promouvoir l'utilisation du programme d'incubation des SCD de la Bourse de croissance TSX en contribuant à la mise sur pied de SCD régionales ou sectorielles auxquelles les fonds fiscalisés et autres institutions financières participeraient (p. ex., souscriptions aux actions de lancement et aux actions émises lors de l'opération admissible, soit celle du regroupement de la SCD avec une société visée).*

#### 4.10 Mettre en place des incitatifs à l'investissement dans les PAPE

La perception qu'il n'y a pas de liquidités au Québec pour financer de nouvelles inscriptions en Bourse ne serait pas fondée. Par ailleurs, les participants au Groupe de travail soutiennent entièrement l'idée que le capital de proximité est essentiel au financement de la PME publique. Afin d'amener les particuliers investisseurs à représenter une part plus importante des investissements dans les premières rondes de capital de nos PME publiques, le Groupe de travail est d'avis que les courtiers de détail devraient s'intéresser davantage aux PME publiques québécoises.

Ce n'est que lorsque la société a une certaine capitalisation qu'une entreprise devient intéressante pour un plus grand nombre d'investisseurs institutionnels. Un programme s'avère donc nécessaire pour mobiliser le capital de proximité. L'ancien programme RÉA II avait une lourdeur administrative et des caractéristiques qui n'étaient pas compatibles avec le capital de risque public. Toutefois, les membres du Groupe de travail notent qu'il y avait une grande demande pour les titres des fonds RÉA II, mais que ceux-ci trouvaient difficilement des placements dans des sociétés admissibles pour y investir les fonds recueillis.

Le Groupe de travail note également que les coûts occasionnés par le RÉA II (environ 4 M\$ annuellement) ont été peu élevés comparativement à ceux entraînés par d'autres programmes de soutien aux entreprises. Toutefois, force est d'admettre que le faible coût du programme traduit le fait que peu d'entreprises en ont bénéficié. Néanmoins, le programme aurait eu un impact très positif. En effet, selon la Fondation de l'entrepreneuriat, le taux de succès des sociétés privées au Québec après 5 ans n'est que de 37 % contre plus de 90 % pour les entreprises ayant obtenu un financement admissible au RÉA II. En matière d'emploi, notons que les sociétés ayant bénéficié du RÉA II comptaient 2 029 employés au moment de leur émission contre 3 918 au 31 décembre 2013, soit une hausse nette de 1 169 postes (une hausse de 73,6 %).

Dans ce contexte, les membres du Groupe de travail s'expliquent mal la fin du programme RÉA et se demandent pourquoi la Commission Godbout recommande de ne pas reconduire le programme. Cette dernière ne fournit pas de raison à l'appui de cette conclusion, outre le fait qu'il soit peu utilisé, alors qu'il était pourtant fort populaire du côté des investisseurs.

Il faut mettre en place une stratégie d'attraction, soutenue par un programme incitatif similaire au RÉA afin d'inciter les particuliers investisseurs à modifier favorablement leur comportement envers nos PME publiques.

#### Recommandation 13

*Introduire un nouveau régime simplifié de type REA qui pourrait avoir certaines des caractéristiques suivantes :*

- *Crédit d'impôt remboursable ouvert à tout investisseur*
- *Simplification de la paperasserie administrative*
- *Disponible pour les capitalisations de moins de 500 M\$*
- *Aucune durée minimale de détention ou règle de remplacement*

#### 4.11 Contrebalancer le risque associé à la PME publique

Les investisseurs peuvent être réticents à investir dans les petites PME publiques étant donné le risque supérieur que cet investissement présente comparativement à un investissement d'un montant comparable dans une entreprise de grande capitalisation. Les lois de l'impôt sur le revenu pourraient être modifiées de manière à inciter les investisseurs à envisager la cession de titres s'étant appréciés et le réinvestissement du produit de cette disposition dans des titres de PME québécoises.

#### Recommandation 14

*Modifier les lois de l'impôt sur le revenu afin de permettre à celui qui réinvestit son gain en capital provenant de la cession d'actions ordinaires de différer en totalité ou en partie l'imposition de la portion de ce gain lorsque ce dernier est réinvesti dans des actions ordinaires d'une nouvelle PME publique.*

#### 4.12 Supprimer les pénalités fiscales afférentes à l'inscription en Bourse

Aussi, en vertu des lois de l'impôt sur le revenu, des avantages fiscaux non négligeables sont accordés aux sociétés canadiennes et leurs actionnaires si celles-ci sont des sociétés privées sous contrôle canadien («SPCC»). Entre autres, une SPCC est une société dont aucune catégorie de ses actions n'est inscrite à la cote d'une Bourse de valeurs. Or, le simple fait d'inscrire en Bourse des actions d'une société, peu importe sa capitalisation, lui fait perdre son statut de SPCC et les avantages fiscaux rattachés à ce statut.

#### Recommandation 15

*Modifier la définition de SPCC de nos lois de l'impôt sur le revenu (125 [7] LIR et 21,19 LIQ) afin que la simple inscription en Bourse d'une société ne cause pas la perte d'avantages fiscaux pour la société et ses actionnaires.*

#### 4.13 Compenser le coût élevé d'une inscription en Bourse

Il y a plusieurs démarches d'entreprises, comme celles du Groupe TMX en matière de PAPE, rendues publiques en décembre dernier<sup>25</sup> qui ont pour but de diminuer le coût élevé d'un PAPE. Il est à prévoir que plusieurs années s'écouleront avant que ces initiatives aient un effet significatif. Il faudrait mettre en place des mesures fiscales afin de diminuer le coût élevé d'un PAPE à court terme en attendant que les mesures envisagées par l'AMF et le Groupe TMX prennent pleinement effet.

#### Recommandation 16

*Mettre en place une mesure d'aide financière à l'inscription en Bourse de type similaire au crédit d'impôt pour frais d'émission d'actions mis en place lors d'un PAPE dans le cadre du REA II. On pourrait envisager que les dépenses admissibles doivent être déboursées auprès de fournisseurs de services québécois.*

*Entre autres, cette mesure devrait viser les méthodes d'inscription de rechange, dont la constitution et la transaction admissible de SCD.*

---

<sup>25</sup> Groupe TMX. *Revitaliser la Bourse de croissance du TSX : le marché du capital de risque public canadien*, 17 décembre 2015.

#### 4.14 Mettre en place des incitatifs à la transition

La cession aux actionnaires d'une PME publique de déductions fiscales et de crédits d'impôt liés au développement et à la performance est un incitatif à la capitalisation utilisé dans le secteur des ressources. Dans le cas d'autres PME, particulièrement les start-up technologiques, le risque est analogue à celui couru dans le secteur des ressources. En effet, les entreprises se doivent d'investir à grand risque des sommes importantes durant plusieurs exercices avant de récolter le fruit de leurs efforts. La possibilité de transférer aux actionnaires d'une PME les déductions fiscales et crédits d'impôt disponibles constituerait donc un incitatif des plus intéressants pour le passage essentiel vers la nouvelle économie.

#### Recommandation 17

*Examiner la possibilité de transférer aux actionnaires d'une PME publique les déductions fiscales et les crédits d'impôt liés au développement et à la performance.*

#### 4.15 Adapter la réglementation à la taille de nos entreprises

Les membres du Groupe de travail ont pris acte de la complexité croissante de la réglementation en valeurs mobilières et des défis que son application entraîne pour les entreprises, principalement les PME. Comme le mentionnait un participant : «Un prospectus qui faisait 28 pages il y a vingt ans en fait aujourd'hui 280...», et ce, même si le niveau de risque pour l'investisseur n'a pas vraiment changé. Une société dont la capitalisation boursière est de 100 M\$ est assujettie aux mêmes exigences et obligations que celle dont la capitalisation boursière est de 10 G\$.

Personne ne remet en question l'importance de protéger les investisseurs, car il en va de la vitalité même du système financier. Si les investisseurs n'ont pas confiance au marché, ils refuseront simplement de financer les sociétés inscrites en Bourse. On note toutefois deux phénomènes parallèles. D'un côté, un régime fortement réglementé, celui de l'émetteur assujetti inscrit en Bourse, de plus en plus exigeant en matière de présentation de l'information financière. De l'autre, un système émergent, celui du financement participatif (*crowdfunding*), où le capital qui peut être levé est limité à des montants modestes avec des exigences de divulgation assouplies, mais où les exigences en matière de protection des investisseurs au moment de la souscription sont beaucoup plus contraignantes que celles qui s'appliquent aux émetteurs assujettis inscrits en Bourse.

Un récent sondage CROP<sup>26</sup> mené pour le compte de Québec Bourse Inc. auprès de 82 entreprises québécoises inscrites en Bourse rappelle d'ailleurs que la lourdeur administrative est le principal enjeu préoccupant les dirigeants de ces entreprises. En effet, pour 89 % d'entre elles, il s'agit de l'enjeu le plus préoccupant (60 % des entreprises le qualifient même de «très important»), suivi du manque de liquidité sur les marchés (82 %), du niveau d'engagement en matière de temps pour les dirigeants (78 %), de la difficulté à trouver du financement (76 %) et, enfin, du manque de visibilité des PME inscrites en Bourse (63 %).

Le marché boursier canadien, lorsqu'on analyse le profil des sociétés inscrites au TSX et à la Bourse de croissance TSX, est considéré par rapport au reste du monde comme un marché de PME (avec une très grande proportion de sociétés inscrites dont la capitalisation boursière est inférieure à 500 M\$). Nonobstant le profil de la majorité des entreprises canadiennes et québécoises inscrites en Bourse, la réglementation sur les valeurs mobilières est souvent inspirée de la réglementation américaine, une réglementation conçue pour des Bourses et des marchés composés d'entreprises de grande capitalisation.

La problématique des exigences réglementaires et des coûts élevés pour les petits émetteurs n'est pas propre au Québec et au Canada. Cette problématique (et son impact sur les PAPE) est l'un des éléments qui a mené à la promulgation du *JOBS Act* (Jumpstart Our Business Startups) aux États-Unis, en avril 2012.

Cette loi a créé une nouvelle catégorie d'émetteurs : les *Emerging Growth Companies* («EGC»). Les EGC jouissent d'un assouplissement considérable des exigences réglementaires. Les émetteurs dans cette nouvelle catégorie représentent dorénavant 85 % des PAPE menés à terme aux États-Unis. Aussi, depuis l'entrée en vigueur de cette législation, le nombre de PAPE s'est substantiellement accru aux États-Unis.

---

<sup>26</sup> CROP. *Enjeux des entreprises québécoises cotées en Bourse et rôle de l'association Québec Bourse*, octobre 2015.

Tableau 5  
Nombre de PAPE aux États-Unis

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015 (au 30 juin)
35	65	162	124	133	226	291	101

Source : EY. *The JOBS Act 2015 mid-year update: An overview of implementation and an analysis of emerging growth company trends*, septembre 2015.

Nous croyons que le temps est venu pour les organismes de réglementation en valeurs mobilières d'entreprendre une révision complète du cadre réglementaire. L'adoption du *JOBS Act* par les Américains constitue une occasion d'agir pour les Autorités en valeurs mobilières canadiennes. Nous sommes bien conscients que l'AMF n'agit pas seule au Canada et que toute refonte requiert la contribution et la collaboration des autres autorités réglementaires provinciales. Nous croyons que la situation canadienne ne doit pas empêcher la modernisation du régime et l'introduction d'innovation réglementaire.

#### Recommandation 18

*Le Groupe de travail recommande que les autorités réglementaires en valeurs mobilières, sous le leadership de l'AMF, continuent leurs efforts afin de simplifier et d'alléger, de concert avec les différents participants du marché, le cadre réglementaire applicable aux PME.*

*Parmi les éléments à considérer, le Groupe de travail invite les autorités de réglementation et les participants du marché à envisager l'élargissement du concept d'émetteur émergent, afin qu'un plus grand nombre d'émetteurs puissent bénéficier d'un encadrement réglementaire moins contraignant que celui qui s'applique aux émetteurs non émergents. Notamment, les autorités de réglementation pourraient considérer la possibilité d'établir un seuil d'admissibilité acceptable selon la capitalisation boursière.*

Par ailleurs, le Groupe de travail perçoit favorablement l'initiative de la Securities Exchange Commission («SEC») des États-Unis qui a mis sur pied le bureau des politiques relatives aux PME (*Office of Small Business Policy* ou OBSP). Ce bureau se consacre exclusivement aux questions liées aux PME et dispose d'un personnel dont la mission est de répondre aux questions que peuvent se poser les PME publiques sur la divulgation obligatoire de certains renseignements et d'autres sujets pointus et qui fait office d'agent de liaison entre la SEC et les autres organismes réglementaires et officines gouvernementales en matière de politiques visant les PME.

Une autre initiative intéressante de la SEC est la tenue annuelle d'un forum sur la formation de capital (SEC Government – Business Forum on Small Business Capital Formation). Le forum fournit l'occasion aux entreprises, aux capital-risqueurs, au personnel des autorités de réglementation, aux avocats, aux comptables, aux universitaires et aux représentants d'échanger et de faire valoir leurs commentaires quant aux obstacles qu'ils perçoivent dans l'application de la réglementation. Les forums des années passées ont permis d'apporter des modifications à la législation en valeurs mobilières, mais aussi aux lois fiscales et aux programmes gouvernementaux d'aide aux PME.

Il serait utile de mettre en place au Québec une veille en continu des enjeux liés à l'efficacité des marchés notamment à l'égard du financement des PME.

#### Recommandation 19

*Les autorités responsables (gouvernements, autorités de réglementation, autres) devraient se concerter afin de mettre en place une veille systématique de l'efficacité des marchés publics, notamment à l'égard des enjeux touchant le financement de la PME.*

*La tenue d'un forum annuel consacré principalement à la formation du capital et qui permettrait aux intervenants d'échanger et de faire valoir leur point de vue sur les obstacles qu'ils perçoivent dans l'application de la réglementation devrait aussi être envisagée.*

#### 4.16 Simplifier les exigences en matière d'états financiers pour les petits émetteurs

Les exigences en matière d'information financière et normes comptables applicables aux sociétés ouvertes canadiennes (PCGR ou IFRS) sont telles qu'elles ne répondent souvent pas aux besoins des PME considérant s'inscrire en Bourse et ne tiennent pas compte de leurs ressources ni de leurs moyens. L'information financière demandée est bien souvent trop élaborée et ne répond pas aux besoins du lecteur. De plus, la production d'information financière est devenue coûteuse, surtout pour les petits émetteurs. Ces éléments sont souvent mentionnés comme des plus dissuasifs pour les entreprises envisageant de s'inscrire en Bourse.

##### Recommandation 20

*L'Ordre des CPA, en collaboration avec les autorités de réglementation, devrait présenter aux autorités concernées les normes IFRS pour les PME comme le référentiel pour les petits émetteurs publics canadiens afin de les encourager à les adopter. Il faut se souvenir qu'au Canada, ces normes IFRS pour les PME n'avaient pas été adoptées.*

*Les autorités de réglementation pourraient ainsi amender leur réglementation de manière à indiquer que les normes IFRS pour les PME sont appropriées pour les «petites sociétés ouvertes» canadiennes. Il leur faudrait, cependant, s'entendre afin de fixer des balises visant à définir la notion de «petite société ouverte» dans le contexte du marché canadien et à établir des règles transitoires lorsqu'elles ne correspondraient plus à la définition. En modifiant la réglementation, les auditeurs pourraient ainsi attester sans restriction que les états financiers sont conformes aux PCGR du Canada (plutôt qu'aux IFRS pour les PME).*

Une solution plus simple pourrait être celle d'inciter les divers intervenants à se prévaloir de mesures visant à améliorer l'«efficacité de la communication de l'information financière» (*disclosure effectiveness*) afin de réduire la divulgation dans les états financiers des petites sociétés ouvertes. Ces mesures reposent sur les axes suivants :

- Importance relative – Éliminer les informations non significatives et privilégier les informations permettant aux utilisateurs des états financiers de mieux comprendre l'incidence de transactions particulières, d'autres événements ou de conditions sur la situation financière de l'entreprise et sur sa performance financière.
- Redondances et chevauchements – Réduire le volume d'information fourni en éliminant les redondances et les chevauchements entre les divers documents d'information continue (par exemple, utiliser davantage les renvois entre les états financiers et le rapport de gestion).
- Informations passe-partout (*boilerplate*) – Éliminer les informations passe-partout et privilégier l'information propre à l'émetteur en particulier.

Partout dans le monde, on a beaucoup parlé de l'efficacité de la communication de l'information financière et sa mise en application nécessite une concertation de la part des ordres des CPA, des autorités de réglementation comme l'AMF et la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, ainsi que des sociétés émettrices.

Cette option offre une certaine flexibilité pour tous les intervenants sans pour autant avoir à modifier la réglementation en vigueur. Elle aurait également l'avantage de ne pas créer de confusion chez les utilisateurs des états financiers en introduisant au Canada un nouveau référentiel comptable et de s'aligner sur les meilleures pratiques du marché.

## 5. ASSURER LA MOBILISATION DES INTERVENANTS

Les membres du Groupe de travail sont d'avis que le déficit d'inscriptions en Bourse des sociétés québécoises ne pourra pas se résorber sans la mise en place d'un ensemble de mesures ciblées et agressives. Il faut faire subir à l'écosystème financier québécois un véritable électrochoc. L'adoption de quelques mesures isolées ne changera pas la donne. Au contraire, seule une vision d'ensemble appuyée par toute la communauté financière réussira à donner un nouveau souffle à l'écosystème. Et pour y arriver, il faudra mobiliser tous les intervenants. Rappelons que cette mobilisation de l'industrie financière aux États-Unis a entraîné le succès du *JOBS Act*. Le Groupe de travail espère que le présent rapport sera lu dans cette optique.

Le Groupe de travail remarque aussi que la conjoncture semble favorable à une révision d'envergure des règles qui s'appliquent aux émissions publiques. En effet, le Groupe TMX s'inquiète lui aussi de la baisse du nombre de nouvelles émissions à la Bourse de croissance TSX. En effet, comme déjà indiqué, il a publié le 17 décembre dernier un livre blanc sur la question. Nous saluons cette initiative.

Certaines mesures proposées devront être mises en œuvre sur un horizon assez long. Il est important que les intervenants visés se mobilisent et s'investissent pour en assurer les suivis.



## 6. CONCLUSION

Nous tenons à souligner que notre démarche ne vise pas nécessairement à rendre plus abondants les fonds à la disposition de nos sociétés, mais à rendre ces dernières plus performantes par un meilleur appariement entre leurs besoins financiers et les sources de financement. Selon l'étude de Compass<sup>27</sup>, Montréal fait dorénavant partie du club sélect des 20 meilleurs écosystèmes pour les start-up. Toutefois, cette étude met en lumière une grande faiblesse de l'écosystème montréalais de l'innovation, soit la difficulté de monétiser les investissements (*exits*) dans ces sociétés innovatrices sans avoir à se tourner vers nos voisins du Sud. Par ailleurs, l'étude de Google et PwC nous<sup>28</sup> rappelle que les incitatifs fiscaux sont rarement le principal moteur de croissance des PME innovatrices. C'est pourquoi nous visons également à redynamiser l'écosystème du financement public au Québec. La fluidité du financement public par rapport au financement privé doit être améliorée. Toute la chaîne de valorisation de l'industrie québécoise du capital d'investissement doit se mettre au diapason de la nouvelle économie. Une entreprise qui adapte ou crée des technologies avec une bonne gouvernance a de meilleures chances de performer à long terme et de s'intégrer dans les réseaux nord-américains et mondiaux si elle peut choisir le type de financement qui correspond le mieux à ses besoins et à sa stratégie.

Les incitatifs fiscaux et la simplification de la réglementation que nous proposons atteindront leur objectif seulement s'ils font partie d'un plan d'action qui consiste à redynamiser l'écosystème du financement de la PME. Nous croyons que les intervenants de l'industrie, qu'ils œuvrent du côté du financement privé ou public, qu'on parle des petits courtiers aux plus grands, des investisseurs institutionnels ou privés, tous ont intérêt à mettre la main à la pâte. C'est la prospérité du Québec qui en dépend!

---

27 COMPASS CO. *The Global Startup Ecosystem Ranking 2015*, juillet 2015.

28 GOOGLE et PRICEWATERHOUSECOOPERS. *The Startup Economy: How to support tech startups and accelerate Australian innovation*, avril 2013.

## ANNEXE 1

Le présent rapport est le fruit des travaux de quatre sous-comités mis sur pied par le Groupe de travail ad hoc de l'Ordre des CPA du Québec et le sous-groupe du chantier Capital d'investissement de Finance Montréal sur la problématique du déficit d'inscriptions en Bourse des sociétés québécoises. Quatre thèmes ont été jugés prioritaires soit ceux de l'entrepreneuriat, des incitatifs, du marché secondaire et du cadre réglementaire. Pour chacun de ces thèmes, un sous-comité a été mis sur pied. Les sous-comités se sont réunis à l'automne 2015. La composition des sous-comités était la suivante :

1. Comité sur l'entrepreneuriat et l'inscription en Bourse (présidé par Guy Pelletier, CPA, CA, associé retraité, Deloitte)
  - Steve Harrar, CPA, CA, associé, Nexia Friedman, s.e.n.c.r./llp
  - Daniel Holland, vice-président exécutif du conseil et directeur général, Beacon Securities Limited
  - Guy Leblanc, CPA, CFA, associé directeur, PricewaterhouseCoopers
  - Stephen Jarislowky, Université Concordia
  - Hubert Manseau, président et chef de la direction, Multiple Capital
  - Claude Michaud, directeur général et chef des opérations, DNA Capital
  - Richard Morrison, président, IRR Capital
  - Pierre-Yves Terrisse, vice-président, ventes institutionnelles, Euro Pacific Canada
2. Comité sur les incitatifs à l'inscription (présidé par Philippe Grubert, CPA, associé responsable de l'audit, KPMG)
  - Andrew Abdalla, CPA, CA, associé (comptabilité, consultation, fiscalité), MNP
  - Philippe Alain, spécialiste du secteur financier, ministère des Finances du Québec
  - Johanne Fortier, CPA, CA, associée, Mazars Harel Drouin s.e.n.c.r.l.
  - Liette Leduc, avocate, directrice principale aux affaires juridiques, Fonds de solidarité FTQ
  - Jean-François Pelland, avocat, associé, McMillan avocats
  - Ben Venditelli, analyste institutionnel, Actions, Valeurs Mobilières Banque Laurentienne
3. Comité sur la liquidité des émetteurs inscrits (présidé par Geneviève Morin, chef de l'investissement, Fondation CSN)
  - Grégoire Baillargeon, directeur général, Banque d'affaires et services bancaires aux sociétés, BMO Marché des capitaux
  - Nicolas Bonnafous, président et chef de la direction, Odesia
  - André Brosseau, président et chef de la direction, Avenue Capital Markets
  - Martin Garand, directeur, Investissements, Placements privés, Caisse de dépôt et placement du Québec
  - Jean Raymond, vice-président du conseil et directeur général, Marchés des capitaux CIBC
  - Gilles Leclerc, avocat, surintendant des marchés de valeurs, Autorité des marchés financiers
  - Jean-Yves Bourgeois, directeur général, Chef du financement coopératif et Banque d'affaires Desjardins

4. Comité Encadrement réglementaire (présidé par M<sup>e</sup> Peter Villani, associé, Fasken Martineau SENCRL)
- Mario Albert, directeur général, Finance Montréal
  - René Branchaud, avocat, associé, Lavery, De Billy, s.e.n.c.r.l.
  - Marie-Claude Frigon, CPA, CA, associée, Richter, s.e.n.c.r.l.
  - Gilles Leclerc, avocat, surintendant des marchés de valeurs, Autorité des marchés financiers
  - Philippe Leclerc, avocat, associé, McCarthy Tétrault
  - Yves Nadeau, CPA, CA, associé, Richter
  - Richard Provencher, avocat, associé, Stein Monast
  - Martine Valcin, directrice, Service aux émetteurs inscrits, Bourse de Toronto (Groupe TMX)
  - Anthony Marinelli, CPA, CA, associé, BDO