



First Session
Thirty-seventh Parliament, 2001

SENATE OF CANADA

*Proceedings of the Standing
Senate Committee on*

Banking, Trade and Commerce

Chairman:
The Honourable E. LEO KOLBER

Thursday, November 1, 2001

Issue No. 21

Third meeting on:
The present state of the domestic and
international financial system

WITNESSES:
(See back cover)

Première session de la
trente-septième législature, 2001

SÉNAT DU CANADA

*Délibérations du Comité
sénatorial permanent des*

Banques et du commerce

Président:
L'honorable E. LEO KOLBER

Le jeudi 1^{er} novembre 2001

Fascicule n° 21

Troisième réunion concernant:
La situation actuelle du régime financier
canadien et international

TÉMOINS:
(Voir à l'endos)

THE STANDING SENATE COMMITTEE ON
BANKING, TRADE AND COMMERCE

The Honourable E. Leo Kolber, *Chairman*

The Honourable David Tkachuk, *Deputy Chairman*

and

The Honourable Senators:

Angus Banks	Kroft
* Carstairs, P.C. (or Robichaud, P.C.)	* Lynch-Staunton (or Kinsella)
Fitzpatrick	Meighen
Furey	Oliver
Hervieux-Payette, P.C.	Poulin
Kelleher, P.C.	Setlakwe

* *Ex Officio Members*

(Quorum 4)

LE COMITÉ SÉNATORIAL PERMANENT DES
BANQUES ET DU COMMERCE

Président: L'honorable E. Leo Kolber

Vice-président: L'honorable David Tkachuk

et

Les honorables sénateurs:

Angus Banks	Kroft
* Carstairs, c.p. (ou Robichaud, c.p.)	* Lynch-Staunton (ou Kinsella)
Fitzpatrick	Meighen
Furey	Oliver
Hervieux-Payette, c.p.	Poulin
Kelleher, c.p.	Setlakwe

* *Membres d'office*

(Quorum 4)

MINUTES OF PROCEEDINGS

OTTAWA, Thursday, November 1, 2001
(23)

[English]

The Standing Committee on Banking, Trade and commerce met at 11:20 a.m. this day, in room 505, Victoria Building, the Chairman, the Honourable Senator Kolber, presiding.

Members of the committee present: The Honourable Senators Fitzpatrick, Furey, Hervieux-Payette, P.C., Kolber, Kroft, Oliver, Poulin and Setlakwe (8).

In attendance: From the Parliamentary Research Branch, Library of Parliament, Economic Division: Mr. Alexandre Laurin, Research Officer and Mr. Marion Wrobel, Senior Analyst.

Also in attendance: The official reporters of the Senate.

Pursuant to the Order of Reference adopted by the Senate on Tuesday, March 20, 2001, the committee resumed its examination into the present state of the domestic and international financial system and in particular its study of equity financing. (See Issue No. 6, March 28, 2001, for full text of the Order of Reference.)

WITNESSES:

From the Canadian Venture Capital Association:

John Eckert, President;

John Bradlow, Director and Chair of the Public Policy Committee.

Mr. Eckert and Mr. Bradlow made opening statements and then answered questions.

At 12:10 p.m., the committee adjourned to the call of the Chair.

ATTEST:

PROCÈS-VERBAL

OTTAWA, le jeudi 1^{er} novembre 2001
(23)

[Traduction]

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui, à 11 h 20, dans la salle 505 de l'édifice Victoria, sous la présidence de l'honorable sénateur Kolber (*président*).

Membres du comité présents: Les honorables sénateurs Fitzpatrick, Furey, Hervieux-Payette, c.p., Kolber, Kroft, Oliver, Poulin et Setlakwe (8).

Également présents: Du Service de recherche parlementaire, Bibliothèque du Parlement, Division de l'économie: M. Alexandre Laurin, attaché de recherche, et M. Marion Wrobel, analyste principal.

Aussi présents: Les sténographes officiels du Sénat.

Conformément à l'ordre de renvoi adopté par le Sénat le mardi 20 mars 2001, le comité poursuit l'examen de la situation actuelle du régime financier canadien et international. (*Le texte complet de l'ordre de renvoi figure dans le fascicule n° 6, du 28 mars 2001.*)

TÉMOINS:

De l'Association canadienne du capital de risque:

John Eckert, président;

John Bradlow, directeur et président du Comité sur la politique publique.

M. Eckert et M. Bradlow font une déclaration et répondent ensuite aux questions.

À 12 h 10, la séance est levée jusqu'à nouvelle convocation de la présidence.

ATTESTÉ:

Le greffier du comité,

Denis Robert

Clerk of the Committee

EVIDENCE

OTTAWA, Thursday, November 1, 2001

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met this day at 11:20 a.m. to examine and report upon the present state of the domestic and international financial system.

Senator E. Leo Kolber (*Chairman*) in the Chair.

[*English*]

The Chairman: We are meeting to examine and report upon the present state of the domestic and international financial system, with an emphasis on venture capital.

Our witnesses are from the Canadian Venture Capital Association, namely, John Eckert, president; and John Bradlow, director and chair of the public policy committee. Welcome, gentlemen. I know that you have an opening statement. We will try to finish by 12:30 p.m.

Mr. John Eckert, President, Canadian Venture Capital Association: Senators, the Canadian Venture Capital Association represents the vast majority of professional investors, service providers, individual investors and some large institutional investors who are committed to the venture capital and also private equity markets. That would also include the buyout sector, some mezzanine finance, and, essentially, any equity investment and debt that relates to the private sector. I am not referring now to the public sector.

To give you an idea of size, last year this group invested about \$6.3 billion in Canadian companies. That is for the year ended December 31, 2000. This year we saw something of a tailing-off, given the collapse in the U.S. public equity market, and, in particular, the information technology sectors, which have been hit hard. Nevertheless, the pace of investment remains robust, and it looks like this year we are on track for something in the order of \$5 billion.

The membership consists of about 120 individual firms. As I mentioned, they represent venture capital firms, service providers, private equity players and some large angel investors too.

By way of personal background, in my day job, I run McLean Watson Capital. I am a managing partner and one of the two founders. We are focused on emerging sectors in information technology. Mr. Bradlow will take a moment to introduce himself.

Mr. John Bradlow, Director, and Chair of the Public Policy Committee, Canadian Venture Capital Association: I am the senior partner of Penfund, which manages money for pension funds and life insurance companies. We invest that money in smaller and mid-sized private businesses.

TÉMOIGNAGES

OTTAWA, le jeudi 1^{er} novembre 2001

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui, à 11 h 20, pour examiner afin d'en faire rapport la situation actuelle du régime financier canadien et du régime financier international.

Le sénateur E. Leo Kolber (*président*) occupe le fauteuil.

[*Traduction*]

Le président: La réunion d'aujourd'hui a pour objet d'examiner, en vue d'en faire rapport, la situation actuelle du régime financier canadien et du régime financier international, plus particulièrement du capital de risque.

Nous accueillons comme témoins John Eckert, président de l'Association canadienne du capital de risque, et John Bradlow, directeur de l'association et président du Comité sur la politique publique. Messieurs, je vous souhaite la bienvenue. Je sais que vous avez un exposé à nous faire. Il faudrait cependant avoir tout terminé à 12 h 30, au plus tard.

M. John Eckert, président, Association canadienne du capital de risque: Honorables sénateurs, l'Association canadienne du capital de risque représente la grande majorité des investisseurs professionnels, des fournisseurs de services, des investisseurs particuliers et de certains grands investisseurs institutionnels du marché du capital de risque et des souscriptions privées, y compris le secteur des prises de contrôle, certaines formes de financement secondaires et, essentiellement, tout placement en action et toute dette reliée à l'entreprise privée. Pour l'instant, il n'est pas question du secteur public.

Pour vous donner une idée de l'importance du capital de risque, l'an dernier, c'est-à-dire durant l'année qui s'est terminée le 31 décembre 2000, le groupe a investi quelque 6,3 milliards de dollars dans des entreprises canadiennes. Cette année, l'investissement s'est infléchi quelque peu, étant donné l'effondrement du marché public du capital-actions des États-Unis, plus particulièrement celui du secteur des technologies de l'information qui a été très durement touché. Néanmoins, le rythme des investissements demeure vigoureux, et il semble que, cette année, nous nous dirigeons vers des investissements de l'ordre de cinq milliards de dollars.

L'association regroupe 120 entreprises membres. Comme je l'ai mentionné, elle représente des entreprises de capital de risque, des fournisseurs de services, des joueurs du marché des souscriptions privées ainsi que certains grands investisseurs providentiels.

Mais il faudrait peut-être que je me présente. Le jour, je dirige McLean Watson Capital. J'en suis l'associé directeur et un des deux fondateurs. Notre firme se spécialise dans les secteurs de pointe de la technologie de l'information. Avant d'aller plus loin, je vais demander à M. Bradlow de prendre quelques instants pour se présenter, lui aussi.

M. John Bradlow, directeur et président du Comité sur la politique publique, Association canadienne du capital de risque: Je suis l'associé principal de Penfund, qui gère l'argent des caisses de retraite et des compagnies d'assurance-vie. Nous investissons cet argent dans des PME privées.

Mr. Eckert: I am also the President of the Canadian Venture Capital Association. I also chair the Capital Markets Committee and the Canadian E-Business Opportunities Roundtable, which has presented to the committee in the past, and perhaps will in the near future.

We hopefully know of what we speak. We have solicited input from many of the members. The association is involved in a number of different activities, but working with government to address some of the barriers that we feel Canada still faces when it comes to venture capital and private equity markets is certainly of the highest priority for our group.

Specifically, we have made a number of recommendations in our paper, but we have not addressed everything. We have decided to focus on those issues that we think are most germane to the providers of private equity and venture capital. There are a number of issues, in particular, that we feel if addressed, would have a profound impact on Canadians everywhere. I should also say that notwithstanding that we represent an industry that for the most part is devoted to information technology and life science investment, we believe that the recommendations we have put forward would have great benefits for Canadians everywhere, regardless of geography, industry sector, professional status and the like. The benefits that flow from the investments that our group make have a significant impact on the standard of living of Canadians everywhere.

One issue that is close to our hearts — and perhaps I will speak to it and Mr. Bradlow can participate afterward — is the support that we enjoy from the domestic institutional investment sector. These are the large pension funds in Canada that invest money in different asset classes.

In Canada, the support has been fairly narrow and not anywhere near that which our colleagues south of the border enjoy. In the U.S., for example, there are large, passive pension pools that have accepted the need to have anywhere from 5 per cent to 10 per cent of their funds under management invested in venture capital and private equity, whereas in Canada, it is barely on the radar screen.

There are a number of large public sector funds that have been supportive for the most part, but we believe that they could be more supportive. There are many that are not supportive at all, and there are a number of reasons for this. Typically, Canada does lag in the development of certain products, but there are also technical barriers prohibiting investment by domestic institutions in what we think is an exciting sector.

Specifically, institutional investors today are restricted to investing no more than 30 per cent of their funds under management in foreign assets. That is all well and fine. We are not here to debate that number. However, for technical reasons, when they invest in a Canadian, domestically managed venture fund, those investments are generally counted as foreign property, which

M. Eckert: Je suis également président de l'Association canadienne du capital de risque. J'assume la présidence du Comité sur les marchés des capitaux et de la Table ronde sur les possibilités des affaires électroniques canadiennes, qui a déjà témoigné devant le comité et qui reviendra peut-être sous peu.

Avec un peu de chance, nous savons de quoi nous parlons. Nous avons demandé à bon nombre de nos membres de nous communiquer leurs préoccupations. L'association est engagée dans plusieurs activités différentes, mais le travail effectué en collaboration avec le gouvernement en vue d'abolir certains obstacles que le Canada continue d'affronter sur les marchés du capital de risque et des souscriptions privées est certes la priorité numéro un de notre groupe.

Plus précisément, nous avons fait plusieurs recommandations dans notre mémoire, mais ce document ne contient pas tout. Nous avons décidé de nous concentrer sur les enjeux qui avaient le plus de pertinence pour les sources de souscriptions privées et de capital de risque. Plusieurs questions en particulier, si elles sont réglées, auraient de profondes répercussions sur tous les Canadiens. Il faudrait aussi dire qu'en dépit du fait que nous représentons une industrie consacrée essentiellement à l'investissement dans les technologies de l'information et les sciences de la vie, les recommandations que nous faisons seraient très avantageuses pour tous les Canadiens, peu importe où ils se trouvent, leur secteur industriel, leur profession et ainsi de suite. Les avantages qui découlent des investissements de notre groupe ont une profonde influence sur le niveau de vie de tous les Canadiens.

Une question qui nous tient à coeur — je vais peut-être en parler, après quoi M. Bradlow pourra renchérir — est l'appui que nous recevons du secteur canadien de l'investissement institutionnel, composé des importants fonds de retraite canadiens qui investissent dans différentes classes d'actifs.

Au Canada, cet appui a été plutôt limité. Il est loin de se rapprocher de celui dont jouissent nos collègues américains. Ainsi, aux États-Unis, les administrateurs d'importants fonds de pension passifs ont reconnu le besoin d'investir entre cinq et 10 p. 100 des fonds qu'ils gèrent dans du capital de risque et dans des souscriptions privées, alors qu'au Canada, cette forme d'investissement ne fait pratiquement pas partie du paysage.

Bien sûr, l'industrie a en règle générale l'appui de plusieurs fonds importants du secteur public, mais nous croyons qu'ils pourraient accroître davantage leur présence. Ils sont nombreux à ne donner aucun appui et ce, pour plusieurs raisons. Typiquement, le Canada accuse du retard dans le développement de certains produits, mais il existe aussi des barrières techniques qui empêchent les institutions canadiennes d'investir dans ce que nous estimons être un secteur très intéressant.

Plus particulièrement, les investisseurs institutionnels ne peuvent actuellement investir plus de 30 p. 100 des fonds qu'ils gèrent dans des avoirs étrangers. Voilà qui est fort bien. Nous ne sommes pas ici pour contester le pourcentage. Toutefois, pour des raisons d'ordre technique, quand ils investissent dans du capital-risque canadien sous gestion canadienne, ces placements sont

makes no sense at all. As a result, they are reluctant to invest in venture capital pools, which are typically limited partnerships.

We have been working with PIAC, which is the Pension Investment Association of Canada, and its members. They have recognized this as an issue and have made very clear their view that if this were addressed, it would be one less barrier restricting their ability to support our investment sector.

One of our recommendations is to change the rules to allow domestic institutional investors to invest in Canadian-managed venture and private equity funds without those investments being classified as foreign property.

That is one recommendation that we feel, if addressed, could have a profound effect on the amount of money that these large institutions would direct to our sector.

Mr. Bradlow: To give some background to the submission we have made, it is important to understand that our industry is extremely cyclical. To give you some idea, Mr. Eckert mentioned that in 2000, \$6.3 billion was invested in Canadian enterprises. The figure for 1999 was \$2.7 billion, and for 1998 it was \$1.5 billion. It will be about \$5 billion this year, but we are still enjoying a pipeline from the boom days. The expectation is that it will drop sharply in 2002.

These numbers are disbursements into enterprises. The flow of funds that provide the financing for those disbursements tends to follow the same pattern. This extreme volatility in flow of funds, which in certain periods, such as the recession days of 1992-1993, drops to extraordinarily low numbers well below \$1 billion, is a major challenge for our business.

The submission focuses on what we perceive to be the principal barriers to investment by two key funding groups. The first is the domestic Canadian institutions, those being the main pension funds and life insurance companies. The second is essentially the same group, but U.S. based. You will have noticed that the principal proposals we make, numbered 1 and 2 in our submission, deal precisely with these points.

As a final comment, if I may, we believe that the effect of these proposals on the fiscal revenues of the various governments involved should be zero to minimal. In fact, if the goal of encouraging a greater flow of funds into the establishment of small enterprises is achieved, the effect should be positive.

Mr. Eckert: Number 2 in the submission deals with barriers to foreign investment capital. Mr. Bradlow has touched on this.

habituellement considérés comme étant un bien étranger, ce qui est tout à fait illogique. C'est pourquoi ils hésitent à investir dans des fonds de capital de risque qui, typiquement, sont des sociétés en commandite.

Nous avons travaillé en collaboration avec l'Association canadienne des gestionnaires de fonds de retraite et ses membres. Ils ont admis qu'il s'agit d'un enjeu et ont fort bien fait valoir que, si cet obstacle était aboli, ce serait une barrière de moins à l'investissement dans notre secteur.

C'est pourquoi nous recommandons entre autres de changer les règles de manière à permettre aux investisseurs institutionnels canadiens d'investir dans des capitaux de risque et des souscriptions privées gérés par des Canadiens sans que ces placements soient classés comme des biens étrangers.

Voilà une recommandation qui, selon nous, si elle était mise en oeuvre pourrait avoir une profonde influence sur les montants que ces grandes institutions peuvent diriger vers notre secteur.

M. Bradlow: Pour situer en contexte le mémoire que nous avons déposé, il importe de comprendre que notre industrie est extrêmement cyclique. Pour vous donner une idée, M. Eckert a mentionné qu'en l'an 2000, 6,3 milliards de dollars avaient été investis dans des entreprises canadiennes. La donnée équivalente pour 1999 a été de 2,7 milliards de dollars et, pour 1998, de 1,5 milliard de dollars. Cette année, elle sera d'environ cinq milliards de dollars, mais nous continuerons de profiter de la période de prospérité. On s'attend par contre que ces investissements chuteront sensiblement en l'an 2002.

Ces montants représentent des déboursements faits à des entreprises. La circulation des fonds qui finance ces déboursements a tendance à suivre la même courbe. L'extrême instabilité des mouvements de fonds qui, à certaines périodes comme durant la récession de 1992-1993, chutent à des niveaux extraordinairement bas, bien en deçà du milliard de dollars, représente un important défi pour notre groupe.

Le mémoire insiste sur ce que nous percevons être les principaux obstacles à l'investissement de deux grands groupes. Le premier est composé des institutions canadiennes d'investissement intérieur, soit essentiellement des grands fonds de pension et des compagnies d'assurance-vie. Le second est formé essentiellement d'un groupe analogue d'investisseurs, mais qui ont leur siège social aux États-Unis. Vous avez remarqué sans doute que les principales recommandations que nous faisons dans notre mémoire, c'est-à-dire les recommandations 1 et 2, traitent justement de ces points.

Comme dernière observation, si vous le permettez, j'aimerais dire qu'à notre avis, les effets de ces recommandations sur les recettes fiscales des divers gouvernements en jeu devraient être nuls ou minimaux. En réalité, l'effet serait positif si l'on atteint le but que l'on s'est fixé d'encourager un plus grand mouvement de fonds vers le démarrage de petites entreprises.

M. Eckert: La deuxième recommandation de notre mémoire porte sur les barrières au capital d'investissement à l'étranger. M. Bradlow vous en a touché quelques mots.

When a Canadian institution, for example, the British Columbia Investment Management Corporation — which manages the pension assets of the provincial government employees — or the Ontario Teachers' Pension Fund or the Hospitals of Ontario Pension Plan invest in the U.S., they do so side-by-side and as equal players with U.S. institutions in a USLP, or United States Limited Partnership. There is no risk that they will be taxed in the U.S., and funds flow freely into Canada from dividends, interest, capital and capital gains. It is a simple and well-understood vehicle. If you speak to those who understand the U.S. private equity markets and ask why U.S. markets are so vibrant, many reasons are mentioned. However, the free flow of capital from abroad is cited as one of the two most powerful reasons for the success of their industry; the other one being a low and attractive capital gains tax rate.

The same does not hold true for Canada. Understand that, in the U.S., there are large, passive pools of pension assets that are managed by fiduciaries who are very conservative. They take a global view in their responsibilities. The majority of those assets are invested in the U.S., but a portion does go abroad. The countries receiving the foreign allocations are, typically, the European countries, parts of Asia, and Israel, but precious little makes it way to Canada. The reason is that it is difficult for pension managers based in Canada — such as Penfund, Mr. Bradlow's firm, or my firm, McLean Watson — to raise these monies from foreign investors is because there is a risk. Any monies invested by U.S. institutions in a passive way may be caught in the Canadian tax network. If there is any potential for residual risk, those institutions would rather not invest.

Amendments were made in 1999 that partially addressed this, and the law was changed so that investment by passive institutions in Canadian-managed funds would not, in and of itself, constitute carrying on business in Canada and hence be subject to Canadian tax. However, this did not go far enough. Although, technically, structures can now be set up, which involves a U.S. limited partner managed by a U.S. general partner, that does not reassure these relatively conservative fiduciaries in charge of these vast pools of capital that there is no tax risk in Canada.

As a result, we have seen a trickle of money into Canada, but nowhere near the amount of capital that this country and our industry deserve. There is a recognition that we have world-class industries in the information technology sectors — Ottawa, for instance, is definitely a world leader in telecommunications. Canada leads the world in graphics, in business intelligence and in a number of exciting sectors, and yet the amount of capital available from offshore is relatively limited.

Quand une institution canadienne, par exemple la British Columbia Investment Management Corporation — qui gère les avoirs de retraite des fonctionnaires provinciaux —, la caisse de retraite des enseignants de l'Ontario ou celle des hôpitaux de l'Ontario, investit aux États-Unis, elle le fait sur un pied d'égalité avec les institutions américaines, dans le cadre d'une société de personnes en commandite américaine. Elle ne court pas le risque d'être imposée aux États-Unis, et les dividendes, les intérêts, le capital et les gains en capitaux peuvent retourner au Canada sans entrave. Il s'agit d'un instrument simple et bien compris de tous. Si vous en parlez à ceux qui comprennent les rouages des marchés de souscriptions privées des États-Unis et que vous leur demandez pourquoi les marchés américains sont si florissants, ils vous donneront de nombreuses raisons. Cependant, la libre circulation des capitaux de l'étranger est citée comme l'une des deux raisons les plus importantes du succès de leur industrie, l'autre étant un taux d'imposition des gains en capital qui est bas et intéressant.

Il n'en est pas de même au Canada. Il faut comprendre qu'aux États-Unis, les actifs de régimes de pension constituent un énorme réservoir passif qui est administré par des fiduciaires très prudentes. Elles exercent leurs responsabilités avec une perspective globale. La majorité de ces capitaux sont investis aux États-Unis, mais une partie va vers l'étranger. La majorité des investissements étrangers va vers les pays européens, certaines parties d'Asie et Israël, mais très peu sont dirigés vers le Canada. Cela s'explique du fait que les gestionnaires de fonds de pension canadiens — comme Penfund, la société de M. Bradlow, et la mienne, McLean Watson — ont du mal à attirer les investisseurs étrangers, qui craignent les risques d'investir au Canada. En effet, tous les fonds investis par les institutions américaines de façon passive risquent de se heurter à la panoplie de taxes canadiennes. Ces institutions préfèrent fuir tout risque spécifique.

En 1999, des modifications à la loi ont partiellement remédié au problème, de sorte que les investissements d'institutions passives dans des fonds sous gestion canadienne ne constituent plus en soi des activités exercées au Canada, ce qui les exempte des taxes canadiennes. Cette mesure n'est toutefois pas suffisante. Bien qu'il soit maintenant possible, sur le plan technique, d'établir des structures auxquelles participent une société de personnes en commandite américaine administrée par un commandité des États-Unis, les fiduciaires relativement prudentes qui administrent ces immenses réservoirs de capitaux n'ont pas la garantie qu'il n'y a plus de risque d'imposition au Canada.

Ainsi, il y a eu quelques nouveaux investissements au Canada, mais ceux-ci sont bien loin de totaliser le capital auquel notre pays et notre industrie sont en droit de s'attendre. Certaines de nos entreprises dans les secteurs des technologies de l'information ont acquis une renommée d'envergure internationale. Ottawa, par exemple, est définitivement un chef de file mondial dans le domaine des télécommunications. Le Canada est à la fine pointe de la technologie mondiale dans divers secteurs passionnants comme le graphisme et les renseignements commerciaux. La quantité de capital qui y afflue de l'étranger demeure toutefois relativement limitée.

In the submission, we are asking that this problem be addressed and that changes be made such that these offshore institutions, primarily in the U.S. but also in Europe and elsewhere, can invest without any tax risk in Canadian funds that are managed by Canadian fund managers. It makes all the sense in the world because the Canadian managers are here on the ground, and they are the ears and eyes for these institutions. Change the rules such that they can invest side-by-side in a limited partnership with domestic investors and know that any gains — interest, dividends or whatever — can flow without tax consequences.

It is difficult to estimate the amount of money that might flow into Canada if these changes were made. I know that there is about \$20 billion devoted to venture capital by U.S. institutions alone, and there is nothing to suggest that \$1 billion to \$2 billion could not make its way to Canada, if these changes were made, within two to three years.

There are a number of other recommendations in the submission, but those two are the most important, and perhaps rather than take the time to go through them all, we can focus on those in particular.

Senator Oliver: We are a committee of Parliament and I am interested to know what negotiations and meetings you have had with the Department of Finance to discuss possible tax changes. Who did you talk to? When did you begin the discussion? What success have you had?

Mr. Eckert: We have had a number of meetings and discussions with various individuals in Finance Canada. We have been working closely with Mr. Kevin Lynch and others.

Senator Oliver: Are they receptive?

Mr. Eckert: They have been receptive to the discussion on pension changes. They understand the problem and they agree that it should be addressed. Whether or when it will be, we are unsure at this time. It sounds like it will be addressed, but no one can say when. In our opinion, it should happen sooner rather than later.

Mr. Bradlow: You will have noticed from our submission that we are dealing with the technical aspects of the Income Tax Act and its regulations.

Some of these provisions are of mind-boggling complexity. In our interaction with the Department of Finance officials, we have been trying to clarify our mutual understanding of what some of these provisions mean. As Mr. Eckert said, we have made a great deal of progress in this respect.

Senator Oliver: Have you made progress with the concept of foreign property that you referred to in your text? You said that you get substantial sums from insurance companies and pension funds, but it becomes a problem when some of their investments are treated as foreign property. Have you discussed this with the Department of Finance and asked why it is being construed as foreign property when it is not, and is not treated that way in the United States? What success have you had with that?

Dans notre mémoire, nous demandons que ce problème soit réglé et qu'on modifie la loi de sorte que les institutions étrangères, particulièrement celles des États-Unis, mais également de l'Europe et d'ailleurs, puissent investir dans des fonds canadiens gérés par des Canadiens sans craindre de se voir imposer des taxes. Cela serait tout à fait logique parce que ce sont les gestionnaires canadiens qui servent d'yeux et d'oreilles à ces institutions. Il faut changer les règles pour leur permettre d'investir par l'entremise d'une société en commandite administrée par des investisseurs canadiens sans que leurs gains — intérêts, dividendes ou quoi que ce soit d'autre — ne soient taxés.

Il est difficile d'évaluer la richesse que pourrait rapporter au Canada un tel changement. Je sais que les institutions américaines investissent à elles seules 20 milliards de dollars en capital de risque. Il ne serait pas impossible que de un à deux milliards de dollars soit dirigés vers le Canada d'ici deux ou trois ans, une fois ces changements apportés.

Notre mémoire renferme quelques autres recommandations, mais ces deux-ci sont les plus importantes. Il vaudrait peut-être mieux se concentrer sur ces deux recommandations que de toutes les passer toutes en revue.

Le sénateur Oliver: Nous sommes membres d'un comité du Parlement. Aussi, j'aimerais savoir quelles négociations et réunions vous avez eues avec le ministère des Finances pour discuter d'éventuels changements au régime fiscal. Avec qui avez-vous discuté? Depuis quand? Quel en a été le résultat?

M. Eckert: Nous avons tenu un certain nombre de réunions et de discussions avec divers fonctionnaires de Finances Canada. Nous avons travaillé en étroite collaboration avec M. Kevin Lynch et quelques autres personnes.

Le sénateur Oliver: Se sont-ils montrés réceptifs?

M. Eckert: Ils se sont montrés réceptifs à des changements aux dispositions applicables aux fonds de pension. Ils comprennent le problème et conviennent qu'il faut le régler. Nous ne savons toutefois pas encore de quoi il s'agira et quand cela sera possible. Il semble que ces problèmes seront réglés, mais personne ne peut dire quand. À notre avis, le plus tôt serait le mieux.

M. Bradlow: Vous aurez remarqué que notre mémoire porte sur les aspects techniques de la Loi de l'impôt sur le revenu et de son règlement d'application.

Certaines de ces dispositions sont d'une complexité ahurissante. Dans nos échanges avec les représentants du ministère des Finances, nous avons tenté de préciser notre compréhension commune de certaines d'entre elles. Comme M. Eckert l'a dit, nous avons beaucoup progressé à ce chapitre.

Le sénateur Oliver: Avez-vous réalisé des progrès quant au concept des biens étrangers dont vous parlez dans votre texte? Vous dites recevoir des montants imposants des compagnies d'assurance-vie et des fonds de pension, mais que la situation est parfois problématique parce que ces investissements sont considérés comme des biens étrangers. Avez-vous abordé le sujet avec le ministère des Finances, lui avez-vous demandé pourquoi ces investissements sont traités comme des biens étrangers s'ils

Mr. Bradlow: We have discussed that a number of times. The sense we had is that they are prepared to address that issue on the basis of reality. If a particular investment happens to be a Canadian investment, it will be so treated; if it is a foreign investment, it will be so treated, which is not the way the act presently operates.

Senator Oliver: I have several brief questions, if I may. You said that there are 125 individual firms in your association that do most of the venture capital investing of the \$6.3 billion. In addition, there are some large angel investors. Are all of those angel investors known to your association? Is there a published list?

Mr. Eckert: No, far from it. Institutions are public. They do not mind reporting their investment levels and where the money is going.

Angels are a more elusive group. They prefer a low profile. It is difficult to even develop a clear definition of what an "angel" is, because there can be wide variations in background.

Some studies have been done. There was one by a Professor Alan Riding here at Carleton University suggesting that angels provide \$1 billion to \$6 billion of investment in Canada.

My own view is that that estimate is high. It is probably at the lower range. It also ebbs and flows. Much money came in the "dot-com" boom times. Much of it has not resulted in much in the way of returns. There is less angel investment today than two years ago, but we do not measure that specifically.

Senator Oliver: What percentage of your venture capital has been invested through limited partnerships?

Mr. Eckert: Institutional investors in Canada invest almost solely through limited partnerships.

Senator Oliver: When you get money from pension funds and life insurance companies, what vehicles do you choose?

Mr. Eckert: Limited partnerships.

Mr. Bradlow: The only institutions that will invest in a limited partnership that might be managed by concerns like ours would be those who are not troubled by the foreign property limit, because they have enough room to do so. An investment in a limited partnership is classified as foreign property. There is a category of limited partnership known as the "qualified limited partnership" that is not treated in that way. However, it has certain restrictions of its own that also create problems. We touch on that in our submission.

n'en sont pas et s'ils ne sont pas perçus comme tels aux États-Unis? Que vous a-t-on répondu à ce sujet?

M. Bradlow: Nous en avons parlé à de nombreuses reprises. Nous croyons que le ministère est prêt à trouver une solution réaliste: qu'il soit traité comme un investissement canadien s'il s'agit d'un investissement canadien, et comme investissement étranger s'il s'agit d'un investissement étranger. Ce qui n'est pas ce que la loi dicte actuellement.

Le sénateur Oliver: J'ai plusieurs petites questions, si je peux me permettre. Vous avez dit que votre association compte 125 sociétés qui s'occupent d'investir la plus grande partie du capital de risque de 6,3 milliards de dollars, en plus de quoi il existe quelques importants investisseurs providentiels. Votre association connaît-elle l'identité de tous les investisseurs providentiels? En existe-t-il une liste officielle?

M. Eckert: C'est loin d'être le cas. Les institutions relèvent du domaine public. Il leur est égal de divulguer leurs niveaux d'investissement et là où va l'argent.

Il en va tout autrement des investisseurs providentiels, qui préfèrent demeurer discrets. Il est difficile, même, d'arriver à une définition claire d'«investisseur providentiel». Leurs historiques peuvent être extrêmement variés.

Certaines études ont toutefois été réalisées. L'une d'entre elles, menée par le professeur Alan Riding de l'université Carleton, estime que les investisseurs providentiels placent entre 1 et 6 milliards de dollars au Canada.

À mon avis, cette évaluation est ambitieuse. Leurs investissements sont probablement moins importants. De plus, ils connaissent des hauts et des bas. Beaucoup d'argent a été investi avec l'arrivée des «.com». De nombreux investissements n'ont pas rapporté le rendement espéré. Il y a moins d'investissements providentiels aujourd'hui qu'il y a deux ans, mais nous n'en avons pas de mesure précise.

Le sénateur Oliver: Quel pourcentage de votre capital de risque avez-vous investi par l'entremise de sociétés en commandite?

M. Eckert: Les investisseurs institutionnels du Canada investissent presque exclusivement par l'entremise de sociétés en commandite.

Le sénateur Oliver: Lorsque vous obtenez de l'argent des fonds de pension et des compagnies d'assurance-vie, quels instruments privilégiez-vous?

M. Eckert: Les sociétés en commandite.

M. Bradlow: Les seules institutions qui investissent dans des sociétés en commandite gérées par des intérêts semblables aux nôtres sont celles qui ne craignent pas les restrictions associées aux biens étrangers, parce qu'elles ont les moyens de le faire. L'investissement dans une société en commandite est classé comme un bien étranger. Un type de société en commandite appelé «société en commandite admissible» n'est pas considérée de la même façon. Cependant, ces sociétés sont soumises à d'autres restrictions qui posent d'autres problèmes. Nous en parlons dans notre mémoire.

Mr. Eckert: To put this problem in perspective, there are six or seven large institutions in Canada that are supportive of venture capital, but there are probably 600 pension funds that should be devoting a portion of their monies but are not.

Senator Poulin: Your comments about the competitiveness of Canada in telecommunications, and various aspects of communications, simply confirms what a special report of the Senate found a year ago, after three studies with very good witnesses. Your talk about the need for more venture funds and changes to what can be perceived as current barriers also confirms what witnesses told us then when we spoke of the need for foreign venture funds and angels for the development of small companies.

Mr. Bradlow, you spoke about the cyclical aspect of your business and about an investment of \$6.3 billion in 2000. Could you talk about the return on investment?

Mr. Bradlow: That is a difficult question to answer because until now, there have been no data available on industry performance. Our association has instituted a study that has been ongoing for about a year. It is a complex matter of definition.

To be honest, I would also say that there are those among our membership who are not anxious for performance data to be widely circulated, but we are in the process of developing that. I could say, anecdotally, from what I observe in the market, that money invested in the 1998-1999-2000 period is unlikely to have generated any appreciable return.

Senator Poulin: I was wondering if you were trying to develop a way to measure that. Having sat on the boards of different pension funds, I can understand the prudence with which some boards of trustees manage pension funds.

Mr. Bradlow: You touch on an absolutely key point. In our discussions with the major institutions, they constantly refer to the fact that performance data for the industry are lacking. We see that as a serious matter.

It is not that serious for organizations such as the B.C. Investment Management Corporation, Ontario Teachers' Pension Plan or the Caisse de dépôt, because these people have large investment portfolios. They know from the performance of their portfolios what the returns are.

The data are needed for the medium-sized institutions, the \$2-billion to \$7-billion pension funds that do not invest in the sector at present. They need to know what potential returns are available and the implications, spread and risks associated with it. We need to give them that information.

Senator Poulin: You referred to the tax treaty with the United States. It is interesting because our committee reviewed Bill S-31 last week. That is the legislation for eight tax treaties. Canada currently has 75 tax treaties. You mentioned that you felt that

M. Eckert: Pour mettre ce problème en contexte, il y a six ou sept grandes institutions au Canada qui s'occupent de capital de risque, alors qu'il existe probablement 600 fonds de pension qui devraient y consacrer une portion de leur capital, mais qui ne le font pas.

La sénatrice Poulin: Vos commentaires sur la compétitivité du Canada en télécommunications et dans divers domaines des communications ne font que confirmer les conclusions d'un rapport spécial du Sénat présenté il y a un an, après trois études auxquelles ont participé d'excellents témoins. Votre recommandation d'augmenter les capitaux de risque et d'atténuer ce qu'on peut percevoir comme des obstacles aux investissements confirme également ce que les témoins nous ont dit lorsque nous les avons interrogés sur l'utilité des capitaux de risque étrangers et des investisseurs providentiels pour l'essor des petites entreprises.

Monsieur Bradlow, vous avez parlé de l'aspect cyclique de vos activités et d'un investissement de 6,3 milliards de dollars en 2000. Pourriez-vous parler du rendement de l'investissement?

M. Bradlow: C'est une question difficile, parce que jusqu'à maintenant, il n'y a pas eu de données recueillies sur le rendement de l'industrie. Notre association a lancé une étude qui se poursuit depuis environ un an. C'est une question complexe de définition.

Pour être franc, je dirais aussi qu'il y en a, parmi nos membres, qui ne sont pas très pressés de voir diffuser à grande échelle les données de rendement, mais nous sommes en train d'en préparer. Je pourrais dire, en passant, d'après ce que j'observe sur le marché, que l'argent investi pendant la période de 1998-1999-2000 est peu susceptible d'avoir généré des revenus appréciables.

La sénatrice Poulin: Je me demandais si vous essayiez de concevoir un moyen de mesurer cela. Comme j'ai siégé aux conseils d'administration de diverses caisses de retraite, je peux comprendre la prudence qu'affichent certains conseils d'administration de caisses de retraite.

M. Bradlow: Vous touchez là un élément absolument fondamental. Dans nos discussions avec les grandes institutions, elles mentionnent constamment le manque de données sur le rendement de l'industrie. Pour nous, c'est une question sérieuse.

Ce n'est pas si sérieux pour les organisations comme la B.C. Investment Management Corporation, le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario ou la Caisse de dépôt, parce qu'elles disposent d'importants portefeuilles d'investissement. Le rendement de leur portefeuille est, pour eux, l'indicateur du rendement de leurs investissements.

Il faut des données pour les institutions de moyenne taille, les caisses de retraite de 2 à 7 milliards de dollars qui n'investissent pas dans le secteur actuellement. Elles ont besoin de connaître les rendements potentiels, leurs conséquences, les écarts et les risques qu'ils comportent. Nous devons pouvoir leur donner cette information.

La sénatrice Poulin: Vous avez mentionné le traité fiscal avec les États-Unis. C'est intéressant, parce que notre comité a examiné le projet de loi S-31 la semaine dernière. C'est la loi qui se rapporte à huit traités fiscaux. Le Canada a actuellement 75 traités

changes have to be made for foreign, offshore revenues invested in Canada.

Could you tell us about the conditions for Canadian revenues invested in the United States? What are the tax conditions?

Mr. Eckert: For example, if one of our institutions invested in a U.S.-managed venture fund, there are none. Money flows freely south, subject to the foreign investment restrictions, and freely north.

Mr. Bradlow: It flows freely in terms of capital gains or withholding taxes levied by the United States.

Mr. Eckert: These are non-taxable investments.

The Chairman: The submission is exceptionally clear on that.

Senator Furey: I am not sure what your position is on the employee exercise of options. Could you explain that?

Mr. Bradlow: The position in our submission?

Senator Furey: Yes. I am not sure where you are going with it. You talk about it being eligible for the \$500,000 capital gains exemption.

Mr. Bradlow: There are two problems, as we see it, which we address in our submission. The first relates to the fact that the gain on shares in a Canadian-controlled private corporation is not treated as a capital gain under the tax act. It is treated as an employment benefit. As such, it does not qualify for the \$500,000 lifetime exemption on capital gains.

Senator Furey: How do you deal with the problem that once the option is exercised, taxes are still payable before it is sold?

Mr. Bradlow: We do not address that particular point. It has been largely addressed in previous amendments to the act, although not entirely.

Senator Furey: My other question pertains to eliminating tax on capital gains by foreign investors. Why, in your opinion, is Canada reluctant to employ the American model in respect of foreign investors? Is it because they are worried about loss of revenues?

Mr. Eckert: It is largely historical. The practice has evolved over time, but there does not seem to be a clear answer to that question.

Mr. Bradlow: I would hazard a guess. I think it is really a function of regulations being added to the act over an extended period of time to deal with particular problems. The effect of this has been greater than perhaps previously intended. For example, the notion of carrying on business in Canada, which is central to the tax act, carries some concerns with it. At one time, the Department of Finance was concerned that if foreigners created a partnership that they might then use to carry on business in Canada, it might be a way of escaping the tax net. It was extended

fiscaux. Vous avez dit qu'à votre avis, il faudrait faire des changements relativement aux revenus faits à l'étranger qui sont investis au Canada.

Pourriez-vous nous parler des conditions qui s'appliquent aux revenus canadiens investis aux États-Unis? Quelles sont les modalités fiscales?

M. Eckert: Par exemple, si l'une des nos institutions investissait dans un capital de risque géré aux États-Unis, il n'y en a aucune. L'argent circule librement vers le sud, sous réserve des restrictions imposées aux investissements à l'étranger, et librement vers le Nord.

M. Bradlow: Il circule librement pour ce qui est des gains en capital ou du prélèvement d'impôts par les États-Unis.

M. Eckert: Ces investissements ne sont pas assujettis à l'impôt.

Le président: Le mémoire le dit de façon exceptionnellement claire.

Le sénateur Furey: Je ne suis pas sûr de votre point de vue sur l'exercice d'options par les employés. Pourriez-vous expliquer cela?

M. Bradlow: Le point de vue expliqué dans notre mémoire?

Le sénateur Furey: Oui. Je ne suis pas sûr de comprendre où vous voulez en venir. Vous parlez d'une possible admissibilité à l'exemption pour gains en capital de 500 000 \$.

M. Bradlow: Il y a deux problèmes, selon nous, dont nous traitons dans notre mémoire. Le premier se rapporte au fait que les gains sur les actions dans une société privée sous contrôle canadien ne sont pas traités comme des gains en capital par la loi de l'impôt. C'est considéré comme une prestation d'emploi. En tant que telle, ils ne sont pas admissibles à l'exemption à vie de 500 000 \$ pour gains en capital.

Le sénateur Furey: Comment composez-vous avec le problème qu'une fois l'option exercée, il faut encore payer des impôts avant la vente?

M. Bradlow: Nous ne parlons pas de cela en particulier. Il en a été largement discuté dans les amendements antérieurs à la loi, bien que pas de façon exhaustive.

Le sénateur Furey: Mon autre question se rapporte à l'élimination de l'impôt sur les gains en capital d'investisseurs étrangers. Pourquoi, à votre avis, le Canada est-il réticent à employer le modèle américain en ce qui concerne les investisseurs étrangers? Est-ce parce qu'il craint de perdre des revenus?

M. Eckert: C'est surtout historique. La pratique a évolué avec le temps, mais il ne semble pas y avoir une réponse claire à cette question.

M. Bradlow: Je pourrais hasarder une conjecture. Je pense que c'est vraiment une fonction de l'ajout de règlements à la loi sur une période donnée pour composer avec des problèmes particuliers. Les conséquences ont peut-être dépassé les prévisions. Par exemple, la notion d'exercice d'activités commerciales au Canada, qui est un élément central de la loi de l'impôt, suscite quelques inquiétudes. À un moment donné, le ministère des Finances craignait que, si des étrangers créaient un partenariat qui pourrait leur permettre de mener des activités commerciales au

to cover all partnerships. It is important, however, that only partnerships engaged in active businesses in Canada should be captured, not those that are essentially accumulating a collection of portfolio investments. That distinction, I think, was overlooked.

Mr. Eckert: It is important to understand that we are addressing those large, passive capital pools in the U.S. and elsewhere. In fact, we are releasing the third-quarter statistics for Canada on the level of investment in venture capital. You will see, when it comes out, that the amount of money coming from foreign investors is quite high. However, these are direct, “rifle shot” investments — sophisticated venture funds — primarily in the U.S., that have identified what they believe is a hot opportunity — in Ottawa, for example. They have the resources to structure a deal that will get the money in and out on a basis they can accept.

Senator Furey: Would that not be all the more reason why we should adopt their model?

Mr. Eckert: Absolutely. Far more money would come to Canada from money managers who will not find their own deals in Canada and will not structure around tax risks. These fiduciaries are not terribly creative, and they need to know, with assurance, that they can put money into Canada in a managed pool and a managed format, and have that money, as well as all gains, return on a tax-free basis. That is the real issue. There is a huge amount of capital that Canada is not accessing. If we could address the issue, the amount of money we receive would change dramatically. This would translate into greater employment, greater infrastructure investment and so on.

Senator Kroft: I have questions in two areas. The first relates to the labour-sponsored funds, which I see are part of your association.

Over time, we have received quite a lot of information, more of it academic than practical, from actual operators in the venture capital field about problems with labour-sponsored funds under the heading of whether they distort the market in any fashion. My sense is that when the legislation allowing for labour-sponsored funds was initiated, there was, initially, a huge flow of funds into venture capital in Canada. You could look at the statistics in different ways to determine whether it was entirely due to the large funds that they did gather, as high as 80 per cent of all the new venture capital funds. I see it has dropped down to 50 per cent and is perhaps heading for about one-third of the overall pool. That is from some research notes we have. Are we dealing with a similar number?

Where do you see that headed? Does your association have an opinion as to where this balance will shake out? Will it continue

Canada, cela pourrait constituer un moyen d'échapper au filet de l'impôt. La règle a été répandue à tous les partenariats. Il est important, cependant, qu'elle ne capte que les partenariats qui participent activement à des activités commerciales au Canada, et non pas ceux qui, en fait, se créent une collection d'investissements de portefeuille. Je pense que cette distinction a été négligée.

M. Eckert: Il est important de comprendre que nous visons ces vastes fonds communs de capital passif aux États-Unis et ailleurs. En fait, nous sommes sur le point de diffuser les statistiques du troisième trimestre sur le niveau d'investissement dans le capital de risque au Canada. Vous verrez, lorsqu'elles seront publiées, que le montant d'argent qui provient d'investisseurs étrangers est très élevé. Cependant, ce sont des investissements directs, en «coup de fusil» — des fonds d'investissements sophistiqués à risque élevé — d'investisseurs qui sont principalement aux États-Unis, qui ont saisi ce qui, à leur avis, est une occasion à ne pas manquer — à Ottawa, par exemple. Ils ont les ressources pour structurer une transaction de manière à faire entrer et sortir l'argent selon des modalités qui peuvent leur convenir.

Le sénateur Furey: Est-ce que ce ne serait pas d'autant plus une raison d'adopter leur modèle?

M. Eckert: Absolument. Il viendrait beaucoup plus d'argent au Canada, provenant de gestionnaires de fonds qui ne trouveront pas leurs propres marchés au Canada et ne structureront rien qui comporte des risques fiscaux. Ces fiduciaries ne sont pas particulièrement créatifs, et ils ont besoin de savoir avec certitude qu'ils peuvent investir de l'argent au Canada dans un réservoir géré, selon un format géré, et que cet argent leur revient exempt d'impôt, avec des gains. C'est là vraiment l'enjeu. Il y a un capital phénoménal dans lequel le Canada ne puise pas. Si nous pouvions régler le problème, le montant d'argent que nous recevons changerait du tout au tout. Cela voudrait dire plus d'emplois, plus d'investissements dans l'infrastructure, et caetera.

Le sénateur Kroft: J'ai des questions à poser dans deux domaines. Le premier est celui des fonds de travailleurs qui, je le vois, font partie de votre association.

Avec le temps, nous avons reçu beaucoup d'information, de nature plus théorique que pratique, émanant d'exploitants du secteur du capital de risque, à propos de problèmes que posent les fonds d'investissement des travailleurs et de la possibilité qu'ils faussent le marché d'une façon ou d'une autre. D'après moi, lorsque la loi permettant la création de fonds d'investissement de travailleurs est entrée en vigueur, il y a eu, au départ, un flux énorme de fonds dans le capital de risque au Canada. On pourrait regarder les statistiques sous divers angles pour déterminer si c'était entièrement attribuable aux fonds important qu'ils ont pu accumuler, qui pouvaient représenter jusqu'à 80 p. 100 de tous les nouveaux fonds de capital de risque. Je vois que c'est maintenant 50 p. 100 et que cela pourrait peut-être tomber à environ un tiers du réservoir. Je tire ceci de notes de recherche que nous avons reçues. Est-ce que ce sont encore des chiffres similaires?

Où tout cela va-t-il, à votre avis? Est-ce que votre association a une idée de la façon dont l'équilibre sera atteint? La baisse se

to decrease, or has it found a level that might be sustainable? Have you any basis for making such a judgment?

Mr. Eckert: It is difficult to assess. You are correct that labour-sponsored funds are members of our association. They also have their own association, which deals specifically with labour-sponsored fund issues. You are right in that several years ago, they comprised a very large portion of the monies going to venture capital. Over time, that proportion has decreased. In fact, it was about 15 per cent in the year 2000 and it is now at about 12 per cent for the first nine months of 2001.

Mr. Bradlow: Just to clarify this, because I think the senator was referring to a different basis. That is 12 per cent of the \$6.3 billion that we referred to earlier, which is disbursements into enterprises. There is the other side of it, which is the flow of funds into labour-sponsored funds, which I think the senator was referring to.

Senator Kroft: I understand the two measures.

I recognize that they are part of your association, but they also have their own association. Does the existence or operation of these funds cause any problem or distortion in the industry that you would want to comment on? They obviously are a mechanism for gathering funds from a different type of investor than your group would normally represent. If you take the view that that is a useful function, is there a price to be paid for that?

Mr. Bradlow: There is a view held by some of our members that at one time, there was a crowding-out effect. When very large percentages of funds being deployed into venture capital funds were coming from labour-sponsored funds, it had a discouraging effect on institutions investing in the same sector because the flow of funds was larger than the market could absorb. In addition, because labour-sponsored funds enjoyed, indirectly, certain tax benefits, they had a lower cost of capital.

There was that view, and some people still hold that view. However, the actual disbursements in 2000 were only running at about 12 per cent. I think, personally, that the problem is not that acute.

Senator Kroft: Would it be fair to observe that, with the reduction in the capital gains rate, or the inclusion rate, resulting in a lower cost of capital gain, there has in fact been a small tax tilt in favour of the conventional funds, as opposed to the labour-sponsored funds? I do not think there has been any change to the front-end benefit on funds flowing into the labour-sponsored funds, but your investors are benefiting from a lower capital gains rate. Am I right? There has been some balancing.

Mr. Bradlow: For those investors who do not pay tax, pension funds for example, that would not have been a consideration. To others, it would have been.

Senator Kroft: I will shift to another ground.

The Chairman: Since we are in the middle of our report, and perhaps are not fully up to date, we want your expertise so that we can finalize our report. Professor MacIntosh has said that

poursuivra-t-elle ou est-ce qu'on est arrivé à un niveau qui pourrait être maintenu? Avez-vous des facteurs pour vous aider à le déterminer?

M. Eckert: C'est difficile à évaluer. C'est vrai, les fonds de travailleurs sont membres de notre association. Ils ont aussi leur propre association, qui s'occupe spécifiquement de questions liées aux fonds de travailleurs. Vous avez raison, il y a quelques années, ils comptaient pour une grande part de l'argent investi dans le capital de risque. Avec le temps, cette proportion a baissé. En fait, c'était environ 15 p. 100 en 2000, et maintenant 12 p. 100 pour les neuf premiers mois de 2001.

M. Bradlow: Pour donner une précision, parce que je pense que le sénateur parlait d'autre chose. C'est 12 p. 100 des 6,3 milliards de dollars dont nous avons parlé plus tôt, qui sont des déboursements dans des entreprises. C'est l'autre côté de la médaille, c'est-à-dire le flux de fonds dans un fonds de travailleurs, dont, je pense, parlait le sénateur.

Le sénateur Kroft: Je comprends les deux mesures.

Je vois bien qu'ils font partie de votre association, mais ils ont aussi la leur propre. Est-ce que l'existence ou le fonctionnement de ces fonds cause un problème ou des distorsions dans le secteur, dont vous voudriez nous parler? Ils constituent de toute évidence un mécanisme de collecte de fonds auprès d'un type d'investisseur différent de ceux que votre groupe représente normalement. Si vous êtes d'avis que c'est une fonction utile, a-t-elle un prix?

M. Bradlow: Nous avons des membres qui pensent qu'à un certain moment, il y a eu un effet d'éviction. Lorsque de forts pourcentages des fonds déployés dans les fonds de capital de risque provenaient de fonds de travailleurs, cela a eu un effet décourageant sur les institutions qui investissaient dans le même secteur parce que le flux des fonds était plus important que ce que pouvait absorber le marché. En outre, étant donné que les fonds de travailleurs profitaient de certains avantages fiscaux indirects, le coût du capital était moins élevé pour eux.

Il y a eu ce point de vue, et certains l'ont encore. Cependant, les déboursements réels, en 2000, n'ont été que de l'ordre d'environ 12 p. 100. Je pense, personnellement, que le problème n'est pas si grave.

Le sénateur Kroft: Serait-il juste de dire que, avec la réduction du taux d'impôt sur les gains en capital, ou du taux d'inclusion, qui entraîne une baisse du coût des gains en capital, on peut observer une petite inclinaison de l'impôt en faveur des fonds conventionnels par opposition aux fonds de travailleurs? Je ne pense pas qu'il y ait eu de changement aux avantages initiaux que présentent les fonds provenant de fonds de travailleurs, mais vos investisseurs profitent d'un taux réduit d'impôt sur les gains en capital. Est-ce que je me trompe? Il y a eu un certain équilibre.

M. Bradlow: Pour les investisseurs qui ne paient pas d'impôt, les fonds de pension, par exemple, cela n'aurait aucun effet. Pour d'autres, il y en aurait.

Le sénateur Kroft: Je vais changer de domaine.

Le président: Puisque nous en sommes au milieu de la rédaction de notre rapport, et peut-être que nous ne sommes pas tout à fait à jour, nous voulons votre expertise pour pouvoir mettre

labour-sponsored venture capital corporations, LSVCCs, must retain 30 to 40 per cent of their funds in liquid assets such as treasury bills. He said, "From a public policy point of view, is it not a little strange to be giving these generous tax incentives to invest that money in T-Bills?" Professor MacIntosh felt that LSVCCs also have investment deadlines to respect, which means that sometimes funds will be invested in a business that would otherwise not have had money put into it, simply because they have to invest the funds within a certain period of time.

Is this correct, and do you have a comment on it?

Mr. Bradlow: It is clearly correct in its description of the regulations as they apply. As far as the first point is concerned, the holdings of treasury bills, it is unavoidable when we have an investment vehicle that is being sold to retail investors who are in a position to redeem their units whenever they wish and the investments that the vehicle makes are mostly in illiquid private companies.

This is different from a conventional mutual fund that is in a position to sell its investments in a public market. A labour-sponsored fund is not in such a position and therefore has to maintain a sizeable liquidity percentage to cater to the possibility of redemptions. That may not be a satisfactory answer to your question.

The Chairman: It seems strange to give people tax incentives to buy treasury bills.

Senator Oliver: The incentive is up to 40 per cent.

Mr. Bradlow: It can represent a significant drag on the investment performance, certainly. As you say, it does have an anomalous aspect to it.

Mr. Eckert: If you are working with institutional investors, as we are, upon which the industry, for the most part, in North America is based, it is a just-in-time drawdown. We may raise a fund of \$100 million, but we do not get the money up front. We have an irrevocable commitment on the part of investors that when we call, within three to five business days, their portion of the drawdown will be provided.

The Chairman: What if they do not make a claim for a while.

Mr. Eckert: They are locked in for that 8- or 10-year period. They have no discretion in how the monies are deployed. They do reserve the right to manage their own funds. They roll over their own T-Bills, if they choose to invest in that.

When you are dealing with retail investors, you have to get all the money up front. We cannot go to 10,000 investors and ask for \$5 for an investment that we made. You need that buffer in order to preserve integrity and be in a position to manage liquidity and refunds.

la dernière main à notre rapport. M. MacIntosh a dit que les sociétés à capital de risque de travailleurs doivent maintenir 30 à 40 p. 100 de leurs fonds en liquidités comme des bons du Trésor. Il a dit «du point de vue de la politique publique, n'est-il pas un peu étrange d'accorder ces généreux stimulants fiscaux aux fins d'investir dans des bons du Trésor?» M. MacIntosh était d'avis que les sociétés à capital de risque de travailleurs ont également des délais d'investissement à respecter, ce qui signifie que, parfois, elles investissent dans des entreprises qui, autrement n'auraient rien reçu, simplement parce qu'il faut investir les fonds dans un délai donné.

Est-ce vrai, et avez-vous un commentaire à formuler à ce sujet?

M. Bradlow: Il est clair que c'est juste, dans la description des règlements tels qu'ils sont appliqués. En ce qui concerne le premier point, les bons du Trésor, c'est inévitable lorsque nous avons un instrument d'investissement qui est vendu à des épargnants qui peuvent se faire rembourser leurs bons quand ils le veulent et que les investissements qui font cet instrument sont, principalement, dans des sociétés privées non liquides.

C'est autre chose qu'un fonds mutuel conventionnel qui est en mesure de vendre ses investissements sur le marché public. Un fonds de travailleurs n'est pas dans cette position et, par conséquent, doit maintenir un pourcentage important de liquidité pour faire face à l'éventualité des remboursements. Peut-être cela ne répond-il pas à votre question de façon satisfaisante.

Le président: Il semble bizarre d'accorder des incitatifs fiscaux à des gens pour l'achat de bons du Trésor.

Le sénateur Oliver: L'incitatif peut aller jusqu'à 40 p. 100.

M. Bradlow: Cela peut constituer un obstacle important au rendement du placement, c'est sûr. Cela paraît effectivement bizarre.

M. Eckert: Si vous travaillez avec des investisseurs institutionnels, comme nous, sur lesquels se fonde une grande partie de l'industrie de l'Amérique du Nord, c'est un encaissement juste à temps. Nous pouvons constituer un fonds de 100 millions de dollars, mais nous ne recevons pas tout de suite l'argent. Les investisseurs se sont engagés de façon irrévocable à ce que, quand nous leur faisons signe, leur part de l'encaissement nous parvienne dans les trois à cinq jours ouvrables qui suivent.

Le président: Et s'ils ne demandent rien pendant un bout de temps?

M. Eckert: L'investissement est bloqué pour une durée de 8 à 10 ans. Ils n'ont pas leur mot à dire sur l'utilisation qui est faite de l'argent. Ils se réservent le droit de gérer leurs propres fonds. Ils achètent leurs propres bons du Trésor si c'est là qu'ils veulent investir.

Avec les épargnants, il vous faut le montant initial. Nous ne pouvons pas nous adresser à 10 000 investisseurs pour leur demander 5 \$ pour un investissement que nous faisons. Il faut ce tampon pour préserver l'intégrité et être en mesure de gérer les liquidités et les remboursements.

Senator Kroft: There are two parts to this question. There is a public policy issue as to whether this is an appropriate tax benefit to achieve a certain purpose. I will come to that in a moment.

Does the existence of that policy and those vehicles create any serious problems or inequitable competition in the venture capital field? Three years ago, when we started looking at this data, it appeared that it might, because the numbers were so large and it was hard to understand why that was so in terms of the funds. As we now see, that seems to be finding a different level, whether it is that funds gathered will produce one number or funds disbursed will produce another number.

It appears that the “conventional” venture capital industry, which is taxed on the way out, given the extra assistance of a lower capital gains rate, seems to be holding its own. The labour-sponsored funds are not sweeping them away.

I would like to go to the public policy side. I come from Manitoba, not Montreal or Toronto or Vancouver. I am sensitive about that because we have heard much evidence in our hearings about the unequal distribution of venture capital funds around the country. One of the public policy purposes that are served by creating a pool of venture capital through a different means is that it does bring venture capital to areas that would not necessarily get it. The Manitoba industry would fall into that category.

We have heard evidence from Gordon Sharwood, and others who have spent time looking at this, about the unequal distribution of available capital funds across the country. When you look at the data and the disbursement of funds, one of the things that have been achieved by this public policy on labour funds is that it has assisted in their disbursement.

Would you have a comment on that?

Mr. Bradlow: There is a debate in our community about the future of the labour-sponsored movement, irrespective of any changes that government may choose to make or not make. It revolves around the market, essentially. Over the last five years, the average return on funds invested in the labour-sponsored funds has been 3.3 per cent per annum. The value of the tax benefits today, and here I am referring to the 30 per cent tax credit over an eight-year period, equates to 4.8 per cent per annum.

If we assume that the past will be repeated in the future, and that may not be so, an investor today in a labour-sponsored fund can expect to achieve a return of about 8 per cent, predominantly made up by tax benefits.

Over the same past five-year period, the total return on the Toronto Stock Exchange 300 Index has been 6.9 per cent. There is a group that feels that we will continue to see significant sales of labour-sponsored units, because when one factors in the effect of the tax benefits and the potential returns available from alternative investments, it still looks reasonably attractive, notwithstanding

Le sénateur Kroft: Il y a deux parties à cette question. Il y a la question de politique publique, et celle de savoir si c'est un avantage fiscal pertinent pour réaliser un certain objectif. J'y viendrai dans un moment.

Est-ce que l'existence de cette politique et de ces instruments crée des problèmes sérieux ou une concurrence inégale dans le secteur du capital de risque? Il y a trois ans, lorsque nous avons commencé à examiner ces données, cela a semblé possible parce que les chiffres étaient si importants qu'il était difficile de comprendre pourquoi il en était ainsi en ce qui concernait les fonds. Comme nous le voyons maintenant, les choses semblent atteindre un niveau différent, soit que les fonds recueillis produiront un certain chiffre ou que les fonds déboursés produiront un autre chiffre.

On dirait bien que le secteur du capital-risque «conventionnel», qui est grevé d'impôt à la sortie, avec l'aide supplémentaire d'un taux inférieur d'impôt sur les gains en capital, semble se tenir de lui-même. Les fonds de travailleurs ne l'évincent pas.

J'aimerais aborder la question de la politique publique. Je viens du Manitoba, non pas de Montréal, de Toronto ou de Vancouver. J'y suis sensible, parce que nous avons entendu beaucoup de témoignages, dans nos audiences, sur la distribution inégale des fonds de capital-risque dans tout le pays. L'un des objectifs de la politique publique que réalise la création d'un réservoir de capital-risque par un moyen différent est qu'il amène effectivement le capital-risque dans des régions qui, autrement, n'en auraient pas nécessairement. L'industrie du Manitoba serait de celles-là.

Nous avons entendu les témoignages de Gordon Sharwood et d'autres personnes qui se sont penchés sur la question de la distribution inégale dans tout le pays des fonds de capital disponibles. Lorsque l'on regarde les données et les déboursments, l'une des choses qu'a pu réaliser cette politique publique sur les fonds de travailleurs, c'est qu'elle a contribué à leur déboursement.

Avez-vous quelque chose à dire à ce propos?

M. Bradlow: Il y a un débat, dans notre communauté, sur l'avenir du mouvement de fonds de travailleurs, quels que soient les changements que le gouvernement pourrait vouloir faire ou non. Le débat tourne surtout autour du marché. Depuis cinq ans, le rendement moyen des fonds investis dans les fonds de travailleurs a été de 3,3 p. 100 par année. La valeur des avantages fiscaux, de nos jours, et ici je parle du crédit d'impôt de 30 p. 100 sur une période de huit ans, revient à 4,8 p. 100 par année.

Si nous supposons que le passé se répètera dans l'avenir, et ce n'est pas sûr, un investisseur d'aujourd'hui dans un fonds de travailleurs peut s'attendre à un rendement d'environ 8 p. 100, constitué surtout d'économies d'impôt.

Sur la même période de cinq ans, le rendement total du TSE 300 a été de 6,9 p. 100. Il y a un groupe qui pense que nous continuerons à voir d'importantes ventes d'instruments de fonds des travailleurs, parce que si on prend en compte l'effet des économies d'impôt et le rendement potentiel que peuvent avoir les autres formes d'investissements, cela semble raisonnablement

the fact that the intrinsic investment performance, at a 3.3 per cent level, has not been high. That is one view.

The other view says that there is an eight-year lock-in period. If you take that into account, these are essentially illiquid investments. The rate of return, at 3.3 per cent per annum, has been below the treasury bill rate over the same period. New funds may not flow in a risk-adverse environment. The relative significance of the labour-sponsored fund movement in the overall Canadian venture capital scene may decline.

Senator Kroft: When you calculate the tax benefit going in, do you also, for comparison purposes, calculate the cost to the treasury of the tax benefit on the capital gains going out of the other funds?

Mr. Bradlow: We did not incorporate that in the numbers.

Senator Kroft: You are giving a tax benefit going in on one end and a tax benefit going out the other end by way of a preferred capital gains rate; would it not be fair to calculate both?

Mr. Bradlow: If we were looking at the impact on taxpayers as a whole, it would be fair.

The Chairman: Labour-sponsored funds pay the same capital gains rate as your funds do?

Mr. Bradlow: No.

The Chairman: Thank you for your time. It has been helpful to us because we want to put this report to bed. I wish you luck.

The committee adjourned.

attrayant, sans compter le fait que le rendement intrinsèque de l'investissement, à 3,3 p. 100, n'est pas très élevé. C'est un point de vue.

L'autre point de vue est qu'il y a une période fermée de huit ans. Si l'on en tient compte, ce sont surtout des investissements non liquides. Le taux de rendement, à 3,3 p. 100 par année, a été inférieur à celui des bonds du Trésor pendant la même période. Les nouveaux fonds ne peuvent pas circuler dans un environnement réfractaire au risque. L'importance relative du mouvement de fonds de travailleurs sur la scène globale du capital de risque au Canada pourrait diminuer.

Le sénateur Kroft: Lorsque vous calculez l'économie d'impôt, est-ce que vous tenez compte aussi, à des fins de comparaison, du coût pour le Trésor des économies d'impôt sur les gains en capital provenant de l'autre fonds?

M. Bradlow: Nous n'en avons pas tenu compte.

Le sénateur Kroft: Vous accordez un crédit d'impôt à l'entrée, et un autre crédit d'impôt à la sortie, au moyen d'un taux préférentiel d'impôt sur les gains en capital; ne serait-il pas juste de tenir compte des deux?

M. Bradlow: Si nous voulions mesurer l'incidence sur les contribuables dans l'ensemble, ce serait juste.

Le président: Les fonds de travailleurs paient le même taux d'impôt sur les gains en capital que votre fonds?

M. Bradlow: Non.

Le président: Merci du temps que vous nous avez consacré. Cela nous a été très utile, parce que nous tenons à finir ce rapport. Je vous souhaite bonne chance.

La séance est levée.



If undelivered, return COVER ONLY to:
Public Works and Government Services Canada —
Publishing
45 Sacré-Coeur Boulevard,
Hull, Québec, Canada K1A 0S9

En cas de non-livraison,
retourner cette COUVERTURE SEULEMENT à:
Travaux publics et Services gouvernementaux Canada —
Édition
45 Boulevard Sacré-Coeur,
Hull, Québec, Canada K1A 0S9

WITNESSES—TÉMOINS

From the Canadian Venture Capital Association:

John Eckert, President;

John Bradlow, Director and Chair of the Public Policy
Committee.

De l'Association canadienne du capital de risque:

John Eckert, président;

John Bradlow, directeur et président du Comité sur la politique
publique.