

**EVIDENCE**

OTTAWA, Thursday, February 12, 2026

The Standing Senate Committee on Banking, Commerce and the Economy met with videoconference this day at 10:31 a.m. [ET], in camera, to study the subject matter of those elements contained in Divisions 4, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 22, 23, 37, 39, 43 and 45 of Part 5 of Bill C-15, An Act to implement certain provisions of the budget tabled in Parliament on November 4, 2025; and, in public, to study and report on access to credit and capital markets for small and medium-sized businesses as a foundation for growth and productivity improvement in the Canadian economy.

**Senator Clément Gignac** (*Chair*) in the chair.

[*Translation*]

(The committee continued in camera.)

(The committee resumed in public.)

**The Chair:** Honourable senators, my name is Clément Gignac, senator from Quebec and chair of the Standing Senate Committee on Banking, Commerce and the Economy. I wish to welcome all of those who are with us today, as well as those watching us on [sencanada.ca](http://sencanada.ca). Before we continue, I would ask my fellow committee members to introduce themselves.

[*English*]

**Senator Varone:** Senator Toni Varone, Ontario.

**Senator Fridhandler:** Daryl Fridhandler, Alberta.

**Senator Loffreda:** Welcome. Senator Tony Loffreda, Montreal, Quebec.

[*Translation*]

**Senator Ringuette:** Welcome. Pierrette Ringuette from New Brunswick.

[*English*]

**Senator Karetak-Lindell:** Nancy Karetak-Lindell, Nunavut.

**Senator McBean:** Marnie McBean, Ontario.

**Senator C. Deacon:** Colin Deacon, Nova Scotia.

**TÉMOIGNAGES**

OTTAWA, le jeudi 12 février 2026

Le Comité sénatorial permanent des banques, du commerce et de l'économie se réunit à huis clos aujourd'hui, à 10 h 31 (HE), avec vidéoconférence, pour étudier la teneur des éléments des sections 4, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 22, 23, 37, 39, 43 et 45 de la partie 5 du projet de loi C-15, Loi portant exécution de certaines dispositions du budget déposé au Parlement le 4 novembre 2025; et en séance publique, pour étudier, afin d'en faire rapport, l'accès au crédit et aux marchés des capitaux pour les petites et moyennes entreprises comme base de la croissance et de l'amélioration de la productivité dans l'économie canadienne.

**Le sénateur Clément Gignac** (*président*) occupe le fauteuil.

[*Français*]

(La séance se poursuit à huis clos.)

(La séance publique reprend.)

**Le président :** Honorables sénateurs, je m'appelle Clément Gignac, sénateur du Québec et président du Comité sénatorial permanent des banques, du commerce et de l'économie. Je souhaite la bienvenue aux gens qui sont avec nous aujourd'hui, ainsi qu'à ceux et celles qui nous écoutent sur le Web sur [sencanada.ca](http://sencanada.ca). Avant de continuer, je demanderais à mes collègues du comité de bien vouloir se présenter.

[*Traduction*]

**Le sénateur Varone :** Sénateur Toni Varone, de l'Ontario.

**Le sénateur Fridhandler :** Sénateur Daryl Fridhandler, de l'Alberta.

**Le sénateur Loffreda :** Bienvenu à tous. Je suis le sénateur Tony Loffreda, de Montréal.

[*Français*]

**La sénatrice Ringuette :** Bienvenue. Pierrette Ringuette, du Nouveau-Brunswick.

[*Traduction*]

**La sénatrice Karetak-Lindell :** Sénatrice Nancy Karetak-Lindell, du Nunavut.

**La sénatrice McBean :** Sénatrice Marnie McBean, de l'Ontario.

**Le sénateur C. Deacon :** Sénateur Colin Deacon, de la Nouvelle-Écosse.

**The Chair:** Senators, this is our third meeting on our special study focusing on access to credit and capital markets for small- and medium-sized enterprises as the basis for growth and improved productivity in the Canadian economy. I wish to welcome our witnesses. We have here, in person, Professor Daniel Wilson, Chair in Business Law & Regulation and Associate Dean, Academic, Faculty of Law, University of Calgary. Welcome. We also have Professor Bryce Tingle, N. Murray Edwards Chair in Business Law, Faculty of Law, University of Calgary, by video conference. Mr. Tingle, as you appear by video conference, if you have any technical challenges, just let us know.

I think that you have prepared some opening remarks. So you have the floor, and I'm sure that will be followed by questions and answers.

**Daniel Wilson, Chair in Business Law & Regulation and Associate Dean, Academic, University of Calgary, as an individual:** Thank you very much. Thank you for the invitation on a topic that is very dear to our hearts.

We will split our opening remarks.

It is widely recognized that Canada is facing a major productivity crisis and a competitiveness crisis. This has been widely reported, and it is widely recognized by everybody in this room. In particular, our productivity has declined materially compared to our next-door neighbour the United States over the last 20 years but to an even greater degree over the last decade.

To improve our economic competitiveness, Canada as a country must generate more companies that scale and grow to become significant innovators, employers and revenue generators. This was a matter that Minister Joly pointed out in a key statement about six weeks ago, when she focused on this as one of the priorities of the Carney government — to increase the number of companies that scale in Canada from small to large employers.

The empirical data clearly demonstrates that Canadian entrepreneurs originate innovative start-up companies at a rate that compares to any other country in the industrialized world. However, where we fall down compared to other Western economies, and in particular compared to our neighbours to the south, is that we don't scale companies at the same rate. We have significantly lagged the U.S. in scaling our best start-up companies.

**Le président :** Chers collègues, nous en sommes aujourd'hui à notre troisième séance dans le cadre de notre étude spéciale axée sur l'accès au crédit et aux marchés des capitaux pour les petites et moyennes entreprises, au fondement de la croissance et de la productivité de l'économie canadienne. Je tiens tout d'abord à souhaiter la bienvenue à nos deux invités. Nous avons le plaisir d'accueillir ici en personne M. Daniel Wilson, chaire en droit des affaires et réglementation, et vice-doyen, Affaires académiques, Faculté de droit, Université de Calgary. Nous avons également parmi nous, par vidéoconférence, M. Bryce Tingle, chaire N. Murray Edwards en droit des affaires, Faculté de droit, Université de Calgary. Nos deux invités ont accepté l'invitation du comité à titre personnel. Monsieur Tingle, comme vous participez par vidéoconférence, si vous éprouvez certains problèmes techniques, n'hésitez pas à nous le faire savoir.

Je pense que vous avez préparé quelques remarques d'ouverture. Je vais donc vous céder la parole, puis les sénateurs auront l'occasion de vous poser des questions.

**Daniel Wilson, chaire en droit des affaires et réglementation, et vice-doyen, Affaires académiques, Faculté de droit, Université de Calgary, à titre personnel :** Bonjour à tous. Je tiens d'abord à vous remercier de nous avoir invités à débattre d'un sujet qui nous tient particulièrement à cœur.

M. Tingle et moi allons partager notre temps de parole.

C'est un secret de polichinelle que le Canada est confronté à une crise majeure en matière de productivité et de compétitivité. Cela a été largement rapporté et tout le monde ici présent en est conscient. En particulier, notre productivité a considérablement diminué par rapport à celle de notre voisin immédiat, les États-Unis, au cours des 20 dernières années, mais cette baisse a été encore plus marquée au cours de la dernière décennie.

Pour améliorer notre compétitivité économique, le Canada doit créer davantage d'entreprises qui se développent et parviennent à jouer un rôle d'innovateurs, d'employeurs, et de générateurs de revenus importants. C'est ce qu'a souligné la ministre Joly dans une déclaration clé il y a environ six semaines, lorsqu'elle a mis l'accent sur l'une des priorités du gouvernement Carney : augmenter le nombre d'entreprises qui passent du statut de petit employeur à celui de grand employeur.

Les données empiriques dont nous disposons démontrent clairement que les entrepreneurs canadiens créent des entreprises innovantes à un rythme comparable à celui de n'importe quel autre pays industrialisé. Néanmoins, là où nous sommes en retard par rapport aux autres économies occidentales, et en particulier par rapport à nos voisins du Sud, c'est que nous ne développons pas nos entreprises au même rythme. En effet, nous sommes nettement en retard par rapport aux États-Unis en matière de développement de nos meilleures entreprises en démarrage.

This is not an idiosyncratic view that is held by a small group. It has been widely reported that this is one of the leading — if not the principal — causes of our decline in economic productivity. We simply need to scale companies better in order to reverse our productivity decline.

The reason for our failure to scale is really quite simple. Once a company takes money in the start-up phase from outside investors, the clock starts. The clock starts to a liquidity event. Outside investors are looking for a return of capital. Most of these are institutional capital. They have defined terms when they must pay out to their investors and generate a return. There are basically only two options to generate liquidity: going public or selling your entity.

The problem is that if the liquidity option is to sell your company to a third party, most of those purchasers are outside Canada. In fact, a recent study showed that, of 154 acquisitions of Canadian technology companies over an eight-month period, only one of the purchasers was a Canadian-based company. So nearly all of our most innovative companies that sell in a trade sale to a purchaser are being sold to foreign interests, and this is highly problematic.

When a company is sold to a foreign interest, a great deal of opportunity is lost. As a company scales, there is much economic gain to be achieved if that company remains in Canada and in the hands of Canadian investors. If a company is sold to an outside investor — a non-Canadian investor — what opportunities are lost? First, the management team almost always moves to become co-located where the investors are. The growth in high-value senior management — senior technology jobs — almost always occurs at the locus of investment. That is where the new employment is. The ability for mid-level employees to acquire the experience of being involved in a rapid growth company and upskill themselves, to the extent that they gain knowledge about how to start other companies when they leave and how to become the next generation of entrepreneurs in spin-off start-ups, disappears because we lose those opportunities in Canada. These are all highly problematic issues.

The evidence is very clear: When a company scales and is in that rapid growth phase, that is the phase of an economic cycle in which the greatest employment growth happens and in which

Il ne s'agit pas là d'une opinion marginale partagée par un petit groupe. Il a été largement rapporté que c'est l'une des principales causes, sinon la cause principale, du déclin de notre productivité économique. Nous devons simplement mieux dimensionner les entreprises afin d'inverser la tendance à la baisse de notre productivité.

La raison de notre échec à passer à l'échelle supérieure est en réalité très simple. Dès qu'une entreprise accepte des fonds provenant d'investisseurs externes pendant sa phase de démarrage, le compte à rebours commence. Le compte à rebours commence jusqu'à ce que l'entreprise parvienne à générer des liquidités. Les investisseurs externes s'attendent évidemment à obtenir un retour sur l'investissement. La plupart des investisseurs ont accès à des capitaux institutionnels; ils ont défini certaines conditions pour rembourser leurs investisseurs et générer un retour sur investissement. Pour un entrepreneur, il n'existe en principe que deux options pour générer des liquidités : entrer sur les marchés boursiers, ou bien vendre son entreprise.

Le problème, c'est que si l'option de liquidité consiste à vendre votre entreprise à un tiers, la plupart des acheteurs se trouvent à l'extérieur du Canada. En fait, une étude publiée récemment révèle que, sur 154 acquisitions d'entreprises technologiques canadiennes au cours d'une période de huit mois, un seul des acquéreurs était une entreprise basée au Canada. Ainsi, la quasi-totalité de nos entreprises les plus innovantes qui font l'objet d'une vente commerciale à un acquéreur est vendue à des intérêts étrangers, ce qui est évidemment très problématique.

Lorsqu'une entreprise est vendue à des intérêts étrangers, de nombreuses opportunités sont perdues. À mesure qu'une entreprise se développe, elle peut générer d'importants gains économiques si elle reste au Canada et entre les mains d'investisseurs canadiens. Si une entreprise est vendue à un investisseur extérieur, c'est-à-dire un investisseur non canadien, quelles opportunités sont perdues? Tout d'abord, l'équipe de direction déménage presque toujours pour s'installer là où se trouvent les investisseurs. La croissance des postes de haute direction à forte valeur ajoutée se produit presque toujours dans le pays où se trouvent les investissements. C'est là que se trouvent les nouveaux emplois. La possibilité pour les employés de niveau intermédiaire d'acquérir de l'expérience en travaillant dans une entreprise à croissance rapide et d'améliorer leurs compétences, au point d'apprendre comment démarrer leur propre entreprise lorsqu'ils quittent leur poste, disparaît parce que nous perdons ces opportunités au Canada. Ce sont là des enjeux particulièrement préoccupants.

Les faits sont sans équivoque: lorsqu'une entreprise se développe et se trouve dans une phase de croissance rapide, c'est la phase du cycle économique qui connaît la plus forte croissance

the greatest investment happens. So when companies sell to foreign interests, all of that benefit is being transferred to foreign countries.

Bryce, if you are okay with it, I would like you to jump in and lead the second part.

**Bryce Tingle, N. Murray Edwards Chair in Business Law, University of Calgary, as an individual:** The question is this: Why are Canadian companies choosing to sell? There are many disadvantages to selling your company. You often lose your job; you lose the ability to realize your vision as an entrepreneur; you lose the chance to be recognized as an important business person who is building a new institution; and your company loses its distinctive character and culture.

Twenty-five years ago, these sorts of considerations led to nearly all entrepreneurs wanting to go public. Combined with our weak private venture capital industry, Canadian entrepreneurs went public at a significantly higher rate than those in other countries. We had the only successful public venture market in the world, which is the TSX Venture Exchange and its predecessors. Canada had four times the number of public companies per capita as the United States and the United Kingdom.

Going public allows companies to scale up in Canada while permitting early investors to exit the business. It provides locked-in capital and, therefore, the opportunity to build a business for the long term, not in anticipation of a sale in seven years.

Unfortunately, Canadian public markets have been collapsing for decades. We have lost approximately half of the operating companies on the TSX this century. The problem is not that companies have increased the rate at which they leave the TSX. This number really hasn't changed very much. The problem is that companies are no longer willing to go public. The IPO market has disappeared. In fact, the TSX has to rely almost exclusively on the graduation of junior companies from the TSX Venture Exchange in order to secure new listings.

The Canadian junior market, like the TSX Venture Exchange, has been more resilient than the senior market in terms of operating companies over the past 17 years. However, the number of junior companies graduating annually to the TSX has been insufficient to upset systemic attrition.

de l'emploi et les investissements les plus importants. Ainsi, lorsqu'une entreprise canadienne passe à des intérêts étrangers, tous les bénéfices socio-économiques qu'elle génère sont eux aussi transférés à des pays étrangers.

Monsieur Tingle, si cela vous convient, j'aimerais que vous preniez le relais pour la deuxième partie.

**Bryce Tingle, chaire N. Murray Edwards en droit des affaires, Faculté de droit, Université de Calgary :** La question est la suivante: pourquoi les entreprises canadiennes choisissent-elles de vendre? La vente d'une entreprise présente de nombreux inconvénients pour son créateur. Vous perdez souvent votre emploi, vous perdez la possibilité de réaliser votre vision en tant qu'entrepreneur, vous perdez la chance d'être reconnu comme un homme d'affaires important qui bâtit une nouvelle institution, et votre entreprise perd son caractère et sa culture distinctifs.

Il y a 25 ans, ce genre de considérations incitait presque tous les entrepreneurs à vouloir entrer en bourse. Compte tenu de la faiblesse de notre secteur du capital risque privé, les entrepreneurs canadiens entraient en bourse à un rythme nettement plus élevé que ceux d'autres pays. Le Canada disposait du seul marché public de capital-risque prospère au monde, à savoir la Bourse de croissance TSX et ses prédécesseurs. Le Canada comptait alors quatre fois plus de sociétés cotées en bourse par habitant que les États-Unis et le Royaume-Uni.

L'introduction en bourse permet aux entreprises de se développer au Canada tout en permettant aux premiers investisseurs de retirer leurs billes. L'entrée sur les marchés financiers permet à une entreprise d'avoir accès à des capitaux immobilisés et, par conséquent, de se projeter sur le long terme, sans anticiper une vente sur un court horizon de sept ans.

Malheureusement, les marchés publics canadiens s'effondrent depuis des décennies. Nous avons perdu environ la moitié des sociétés en activité cotées à la Bourse de Toronto, le TSX, au cours du siècle actuel. Le problème n'est pas que les entreprises ont augmenté leur rythme de sortie du TSX. Ce nombre n'a en réalité pas beaucoup changé. Le problème est que les entreprises ne sont plus disposées à entrer en bourse. Le marché des introductions en bourse a disparu. En réalité, le TSX doit compter presque exclusivement sur la promotion des petites entreprises de la Bourse de croissance TSX afin d'assurer de nouvelles entrées sur les marchés financiers.

Au cours des 17 dernières années, le marché primaire canadien, à l'instar de la Bourse de croissance TSX, s'est montré plus résilient que le marché principal en matière de sociétés exploitantes. Néanmoins, le nombre de petites sociétés qui entrent chaque année sur le TSX n'a pas été suffisant pour inverser cette tendance à l'érosion systémique.

Moreover, the Canadian junior public market is also at risk of entering a period of ongoing operating company decline. Since 2008, the companies that are pursuing a public listing are increasingly limited to entities that cannot secure private institutional capital, meme stocks and short-term market bubbles, including things like crypto and cannabis, few of which generate positive cash flow, and mining exploration companies that are effectively lottery tickets. In fact, the last two years have seen the first significant decline in junior public operating company listings occurring during a period of high commodity prices. The number of operating companies listed on the Canadian junior market has declined in recent years by more than 8%.

Improving the quality of our public markets will take significant effort from governments and regulators. Most importantly, it will take a mental shift from running our public markets with an exclusive concern for investors to running them with a view to making them more attractive to entrepreneurs. We have to make corporate managers want to list their companies on our public markets.

I will conclude with this final remark, and then we can talk about possible solutions in the question and answer if people are interested.

The depth of the problem basically means that Canadian governments and regulators are going to have to fundamentally reconsider the foundations of corporate regulation and taxation, and be willing to take a risk at implementing a number of innovative reforms in multiple areas. Thank you.

**The Chair:** Those were very interesting opening remarks. Thank you for that.

**Senator Fridhandler:** I want to digress a little bit because I know that you — Professor Wilson — wrote a very interesting paper called “Protecting Who from What? The Case for Opening Up Private Company Finance to all Canadians” a few years ago, published in the *Manitoba Law Journal*, where you addressed some restrictions on the ability for companies to access capital. In fact, you suggested that it was either 95% or 98% of Canadians that couldn’t even put their money up in a private company, but they can go and buy crypto and they can blow their brains out on VLTs and buy lottery tickets, but they can’t get into the opportunities of private companies. Could you comment on the restrictions and the ability on the equity side?

Par ailleurs, le marché public canadien des petites sociétés risque également d’entrer dans une période de déclin continu des sociétés en activité. Depuis 2008, les sociétés qui cherchent à s’introduire en bourse se limitent de plus en plus à des entités qui n’ont pas accès à des capitaux privés et institutionnels, à des « actions mêmes », et à des bulles spéculatives à court terme, notamment dans les secteurs des cryptomonnaies et du cannabis, dont peu génèrent des flux de trésorerie positifs. On peut également penser aux cas des sociétés d’exploration minière, qui souvent ne s’avèrent que des billets de loterie aux yeux des investisseurs. En réalité, les deux dernières années ont vu le premier déclin significatif des cotations en bourse des petites sociétés exploitantes pendant une période de prix élevés des matières premières. Le nombre de sociétés exploitantes cotées sur le marché canadien des petites sociétés a diminué de plus de 8 % au cours des dernières années.

L’amélioration de la qualité de nos marchés publics exigera des efforts considérables de la part des gouvernements et des organismes de réglementation. Mais surtout, elle nécessitera un changement de mentalité : il faudra cesser de gérer nos marchés publics en se préoccupant exclusivement des investisseurs, et faire en sorte d’augmenter leur attractivité pour les entrepreneurs. Nous devons inciter les dirigeants d’entreprise à vouloir inscrire leur société sur nos marchés publics.

Je conclurai par cette dernière remarque, puis nous pourrons discuter des solutions possibles dans le cadre d’une séance de questions-réponses si cela intéresse les sénateurs.

La gravité de la situation signifie que les gouvernements et les organismes de réglementation canadiens vont devoir repenser en profondeur les fondements de la réglementation et de la fiscalité des entreprises, et prendre le risque de mettre en œuvre plusieurs réformes novatrices au sein de différents secteurs. Je vous remercie.

**Le président :** Monsieur Wilson, voilà un discours d’ouverture particulièrement instructif, merci beaucoup.

**Le sénateur Fridhandler :** Je voudrais faire une petite digression, car je sais que M. Wilson a rédigé il y a quelques années un article très intéressant intitulé « Protecting Who from What? The Case for Opening Up Private Company Finance to all Canadians » (Protéger qui de quoi? Arguments en faveur de l’ouverture du financement des sociétés privées à tous les Canadiens), publié dans le *Manitoba Law Journal*, dans lequel vous abordiez certaines restrictions à la capacité des entreprises d’accéder au capital. En fait, vous aviez suggéré que 95 % ou 98 % des Canadiens ne pouvaient même pas investir leur argent dans une entreprise privée, mais qu’ils pouvaient se ruiner aux terminaux de loterie vidéo et sur les cryptomonnaies. Pourriez-vous nous parler des restrictions et des possibilités en matière de capitaux propres?

**Mr. Wilson:** Certainly. Thank you, Senator Fridhandler. This arises just from the historical evolution of securities regulation. In order to participate in the exempt market, which all private companies are part of, you need to be an accredited investor. We define “accredited investors” according to a wealth-based matrix, and the idea is that, historically, we have wanted to protect investors above all, and that’s one of the issues. Our protection of investors has superseded our desire to promote the markets. We always took the sustainability and viability of the markets as a given — it had always existed and it would always continue to exist. That proved to be a false premise.

We said, okay, if you are not going to be given all of the benefits of this extensive regulatory system designed to protect investors, on what basis do we allow you to make a decision to put your money at risk without full disclosure, without prospectuses, without continuing disclosure and audited financial statements? The regulators, over the course of the last number of decades, decided that if you are wealthy enough, you can take the risk, assuming that you won’t bet it all, that you will retain some of your investment, but regardless, if you have money, you are allowed to take the risk to lose money.

To me, that no longer makes any sense in the modern environment. I’m not sure if it ever did. I understand the rationale for it. But, to me, it no longer makes sense because the best start-up and growth-stage companies have moved away from the public markets and almost exclusively to the junior markets. Bryce referred to the fact that if you look at the junior markets, only meme stocks like crypto and cannabis have had any traction. It has not been the cash-flowing industrial companies. It hasn’t been the roll-ups. Those have all been funded privately.

If you want to invest in that market, you need to meet the accredited investor definition and have money. That means that if you are a middle-class Canadian — a teacher, welder, plumber or retail worker — and want to do more than get a T-Bill return, you either have to invest in a mature senior company, a meme stock on the junior markets or else truly take a risk on things like crypto, which have no underlying value other than what people ascribe to them, or similarly, highly risky stocks that are listed.

**M. Wilson :** Tout à fait. Merci, sénateur Fridhandler. La situation actuelle découle simplement de l’évolution historique de la réglementation des valeurs mobilières. Pour participer au marché dispensé, dont font partie toutes les sociétés privées, il faut être un investisseur accrédité. Nous définissons un « investisseur accrédité » selon une matrice fondée sur la richesse, et l’idée est que, historiquement, nous avons toujours voulu protéger les investisseurs avant tout, et c’est l’un des enjeux. Notre volonté de protéger les investisseurs a pris le pas sur notre désir de promouvoir les marchés. Nous avons toujours considéré la durabilité et la viabilité des marchés comme acquises: ils avaient toujours existé et continueraient toujours d’exister. Cela s’est avéré être une prémisse erronée.

Nous nous sommes dit: D’accord, si vous ne bénéficiez pas de tous les avantages de ce système réglementaire complet conçu pour protéger les investisseurs, sur quelle base pouvons-nous vous autoriser à prendre la décision de mettre votre argent en péril sans divulgation complète, sans prospectus, sans divulgation continue et sans états financiers vérifiés? Au cours des dernières décennies, les organismes de réglementation ont décidé que si vous êtes suffisamment riche, vous pouvez prendre le risque, en supposant que vous ne pariez pas tout, que vous conserverez une partie de votre investissement, mais quoi qu’il en soit, si vous avez de l’argent, vous êtes autorisé à prendre le risque de perdre de l’argent.

Pour moi, cela n’a plus aucun sens dans le contexte actuel. Je ne suis pas certain qu’il s’agit d’une situation inédite. Je comprends le raisonnement qui le sous-tend. Mais pour moi, cela n’a plus de sens, car les entreprises en démarrage les plus performantes, de même que les entreprises en phase de croissance, se sont détournées des marchés publics pour s’orienter presque exclusivement vers les marchés secondaires. Mon collègue a d’ailleurs souligné le fait que, si l’on examine les marchés secondaires, seules les « actions mêmes » telles que les cryptomonnaies et le cannabis ont connu un certain succès. Néanmoins, je rappelle qu’il ne s’agit pas de sociétés industrielles génératrices de flux de trésorerie. Toutes ces entreprises ont été financées par des investisseurs privés.

Si vous souhaitez investir sur ce marché, vous devez répondre à la définition d’investisseur accrédité et disposer de fonds. Cela signifie que si vous êtes un Canadien de la classe moyenne — comme un enseignant, un soudeur, un plombier, ou encore un employé de commerce de détail —, et que vous souhaitez obtenir un rendement supérieur à celui des bons du Trésor, vous devez soit investir dans une société déjà bien établie, soit dans une « action même » sur les marchés secondaires, soit prendre un risque réel en investissant dans des actifs tels que les cryptomonnaies, qui n’ont aucune valeur sous-jacente autre que celle que les gens leur attribuent, ou encore dans des actions à haut risque cotées en bourse.

I ask this question: Why can't I, if I were a plumber, invest in my neighbour's start-up company if I choose to even though I am not a millionaire? I use the term "millionaire" not pejoratively but, in order to be an accredited investor, there is a wealth test. You have to have \$5 million in tangible assets or \$1 million in liquid assets, excluding liabilities. By definition, as you referred to, that is no more than 5% to 7% of Canadian people. Everybody else is excluded from investing in the start-up ecosystem. Maybe that was defensible when we didn't allow people to take risk when gambling was illegal. Now I can bet every dollar I have on how many times Taylor Swift will be shown on the Super Bowl before halftime, but I can't invest in my neighbour's start-up technology company. That no longer makes sense.

We need to recast things: As I said, "Protect who from what?" We're protecting the middle class from investing in the high-value growth stage of the economy. That needs to be fixed. I propose that we allow people to invest based on sophistication and understanding of the risk rather than their pre-existing wealth.

**The Chair:** Just a reminder to our witnesses that the five minutes include the answer as well. But that was very interesting.

**Senator Varone:** You referenced a speech that Minister Joly gave, and it is actually apropos to the question that I had put together. In one of your research publications on capital markets, you posed this question: Does sufficient political will exist among Canadian regulators and governments to expend the necessary political capital on a topic such as SME capital financing that is not yet a major priority of Canadian voters?

Then you followed it up with this:

... the proper role of government is to anticipate significant economic risks and to act to preserve the viability and relevance of the public capital markets.

Can you expand on that notion? What is this government doing right, and what is it doing wrong?

**Mr. Wilson:** I must say this: I am very heartened by the priorities of the Carney government. I was heartened by the statement of Minister Joly that identified this as a key issue. For too long, it hasn't been the priority of the government because it has been taken as a given that the markets would remain viable and vibrant, and now they are recognizing that that's a false assumption, and that we, the people of Canada, represented by the Government of Canada, the Senate and the Parliament, need

Je pose la question suivante : pourquoi un plombier n'a pas le droit d'investir dans l'entreprise en démarrage de mon voisin s'il le souhaite, même s'il n'est pas millionnaire? Je n'utilise pas le terme « millionnaire » de manière péjorative, mais simplement pour rappeler que pour être un investisseur accrédité, il faut passer un test de richesse. Il faut disposer de 5 millions de dollars en actifs corporels ou de 1 million de dollars en actifs liquides, hors passif. Par définition, comme vous l'avez mentionné, cela ne concerne pas plus de 5 % à 7 % de la population canadienne. Tout le monde est exclu de l'investissement dans l'écosystème des entreprises en démarrage. Cela était peut-être justifiable à l'époque où nous n'autorisions pas les gens à prendre des risques lorsque les jeux d'argent étaient illégaux. Aujourd'hui, je peux parier tout mon argent sur le nombre d'apparitions de Taylor Swift pendant la mi-temps du Super Bowl, mais je ne peux pas investir dans l'entreprise en démarrage de mon voisin. Cela ne fait plus aucun sens.

Nous devons repenser tout le système d'investissement au Canada. La réglementation actuelle empêche la classe moyenne d'investir dans plusieurs secteurs à forte croissance de l'économie. Il faut remédier à ce problème et faire tomber certaines barrières. Je propose de permettre aux Canadiens d'investir en fonction de leur niveau de compréhension des risques plutôt qu'en fonction de leur actif net actuel.

**Le président :** Je tiens à rappeler à nos deux invités que les cinq minutes comprennent également le temps de réponse. Mais c'était très intéressant.

**Le sénateur Varone :** Monsieur Wilson, vous avez fait référence à un discours prononcé par la ministre Joly, qui est en fait pertinente par rapport à la question que j'avais préparée. Dans l'une de vos publications de recherche sur les marchés financiers, vous avez posé la question suivante : les organismes de réglementation et les politiciens canadiens ont-ils la volonté suffisante pour aborder le financement des PME, même s'il ne s'agit pas encore d'un enjeu majeur au sein de leur électorat en général?

Puis, vous avez enchaîné avec cette phrase :

... le rôle du gouvernement consiste à anticiper les risques économiques importants, et à agir pour préserver la viabilité et la pertinence des marchés financiers publics.

Pourriez-vous développer cette idée? Qu'est-ce que ce gouvernement canadien fait de bien, et que doit-il améliorer?

**M. Wilson :** Je dois admettre que je suis très encouragé par les priorités du gouvernement Carney. J'ai été encouragé par la déclaration de la ministre Joly, qui a identifié cette question comme étant essentielle. Pendant trop longtemps, cela n'a pas été une priorité pour le gouvernement, car on tenait pour acquis que les marchés resteraient viables et dynamiques. Aujourd'hui, on reconnaît que cette prémisse était fautive et que nous, les Canadiens, représentés par le gouvernement du Canada, le Sénat

to prioritize this. I view myself — and I think my colleague Bryce views himself — as a bit of an evangelist in the hinterlands, putting out the data that says that we are already far down the path of systemic decline in our markets. It is not the type of thing that grabs the attention of the public in the way that some other stories grab their attention. How do we get this into the public domain in a way that the electorate begins to recognize that this is a critical issue and that for their children and grandchildren to enjoy the same standard of living that they have grown up with, we need to take this seriously now?

Tax reform for corporations is never going to play well with the broad electorate. Giving public companies, even junior companies, tax breaks or rollovers to incentivize them to remain in Canada and grow in Canada is something you can't explain in 30 seconds to the electorate. That's the role of the government. Even though the electorate may not be able to fully recognize the importance of this yet, it is the Senate and the Parliament as the representatives of the Canadian people to get ahead of this, recognize the importance of it and to push it out to the people, saying, in your interests, we are adopting this as a high priority because we want to ensure that you retain the same standard of living or even increase the standard of living, moving forward.

**Senator Varone:** Thank you.

**The Chair:** Mr. Tingle, do you have anything to add?

**Mr. Tingle:** The federal government has a tremendous amount of convening power. Some of the most likely reforms involve changes to the tax system, which lie within the federal government's control, but some of them will require the co-operation of the provinces and the securities regulators.

By the way, I should preface my statements by saying that I am a member of one of the securities regulators in Canada, and, of course, nothing I say here reflects the views of that regulator; they are my own.

At present, Canadian securities regulators have not been moving very much on this issue. The TSX has lost half its companies in the last 20 years. That is a massive decline of the most important market in our economy, and there has been little-to-no action on the part of regulators, partly because it would take a major philosophical shift to improve the attractiveness of the TSX to companies that might consider listing and growing here.

et le Parlement, devons accorder la priorité à cette question. Je me considère — et je pense que c'est également le cas de M. Tingle —, comme une sorte de prophète de malheur dont le rôle est de révéler les données qui montrent que les marchés canadiens sont déjà bien engagés sur la voie du déclin systémique. Je suis bien conscient qu'il ne s'agit pas d'un sujet particulièrement glamour auprès du grand public. Comment faire pour que la population prenne conscience qu'il s'agit d'un enjeu crucial? Pour que nos enfants et nos petits-enfants puissent bénéficier d'un niveau de vie similaire au nôtre, nous devons prendre ce genre d'enjeux au sérieux dès maintenant.

La réforme fiscale des sociétés ne sera jamais bien accueillie par l'électorat en général. On ne peut pas lui expliquer en 30 secondes qu'il faut accorder des allègements fiscaux ou des reports d'impôt aux sociétés publiques, même aux petites sociétés, pour les inciter à rester au Canada et à y prendre de l'expansion. C'est le rôle du gouvernement. Même si l'électorat n'est peut-être pas encore en mesure d'en reconnaître pleinement l'importance, c'est le Sénat et le Parlement, en tant que représentants de la population canadienne, qui doivent prendre les devants et en faire la promotion auprès de la population en disant: « Dans votre intérêt, nous adoptons cette mesure comme une grande priorité parce que nous voulons nous assurer que vous conserviez le même niveau de vie ou même que vous l'amélioriez à l'avenir. »

**Le sénateur Varone :** Merci.

**Le président :** Monsieur Tingle, voulez-vous ajouter quelque chose?

**M. Tingle :** Le gouvernement fédéral a un énorme pouvoir de mobilisation. Parmi les réformes les plus probables, il y a des changements au régime fiscal, qui relèvent du contrôle du gouvernement fédéral, mais certaines nécessiteront la collaboration des provinces et des organismes de réglementation des valeurs mobilières.

En passant, je devrais commencer par dire que je suis membre de l'un des organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada et, bien sûr, rien de ce que je dis ici ne reflète pas les points de vue de cet organisme; c'est mon opinion.

À l'heure actuelle, les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières ne bougent pas beaucoup sur cette question. Le TSX a perdu la moitié de ses entreprises au cours des 20 dernières années. Il s'agit d'un déclin massif du marché le plus important de notre économie, et les organismes de réglementation n'ont pratiquement rien fait, en partie parce qu'il faudrait un changement philosophique majeur pour rendre le TSX plus attrayant pour les entreprises qui pourraient envisager de s'y inscrire et prendre de l'expansion ici.

The federal government can't directly effect securities regulations, but they can create committees like this one. They can convene regulators and provincial governments to get them focused on this issue. They can say:

Look, we're selling all our most innovative companies to the United States. We need them to stay here and be built, and that means our capital markets need to work better.

So there is a major role for the federal government, even in areas where, constitutionally, they don't have authority.

**Senator C. Deacon:** Thank you for being with us, Professors Wilson and Tingle. We have chatted on the phone, Professor Tingle, in the past, or on video conference, and I really appreciated that. I have also done an op-ed with your colleague Ari Pandes this summer.

I want to focus on the economic framework problem that we have in Canada. This is a market framework problem that you identified very well, Professor Wilson, in your opening comments. It is driving our highest potential businesses out of the country. Just as they have achieved their product clarity and the value proposition for customers, they know how to sell this to customers, they have a growth strategy and just want to put gas in the tank and put the pedal to the metal, they are gone. All the hard work has been done. Yes, there is more hard work in growing a company, but the opportunity is there.

For me, I focus on one incident that occurred, which defined the problem for me, and that was the Know-Your-Product rule. About four or five years ago, when the banks' initial reaction to making sure that there was a rule that brokers and their firms knew a product that was being sold to customers in their banks — well, it is the banks that own most of the brokers — the immediate reaction of the banks was, "Oh, we know how to solve this. We will just sell our own mutual funds." That was the reflexive response of our big banks, which control the investment industry in this country and have created a burden of rules that have driven out the independents and the smaller firms. It is not that we want deregulation; it is that we don't want regulation that creates such a barrier that there can't be new competitors. But that is what has happened.

I see the problem as being this: When the Bank Act was changed in the mid-1980s, and the banks got to get into insurance, payments, banking and investments, they started

Le gouvernement fédéral ne peut pas agir directement sur la réglementation des valeurs mobilières, mais il peut créer des comités comme celui-ci. Ces comités peuvent convoquer les organismes de réglementation et les gouvernements provinciaux pour qu'ils se concentrent sur cette question. Ils peuvent dire :

Écoutez, nous vendons toutes nos entreprises les plus novatrices aux États-Unis. Nous avons besoin qu'elles restent ici et qu'elles soient construites, ce qui signifie que nos marchés financiers doivent mieux fonctionner.

Le gouvernement fédéral a donc un rôle majeur à jouer, même dans les domaines où, constitutionnellement, il n'a pas de pouvoir.

**Le sénateur C. Deacon :** Monsieur Wilson et monsieur Tingle, nous vous remercions d'être avec nous aujourd'hui. Monsieur Tingle, nous avons déjà discuté au téléphone ou par vidéoconférence par le passé, et je vous en suis très reconnaissant. J'ai également rédigé une lettre d'opinion avec votre collègue Ari Pandes cet été.

Je veux me concentrer sur le problème du cadre économique que nous avons au Canada. Il s'agit d'un problème de cadre du marché que vous avez très bien cerné dans votre déclaration préliminaire, monsieur Wilson, et qui pousse nos entreprises les plus prometteuses à quitter le pays. Alors qu'elles ont bien défini leur produit et qu'elles ont fait la proposition de valeur pour les clients, elles savent comment vendre leur produit, elles ont une stratégie de croissance et veulent se lancer, y aller à fond, mais elles s'en vont. Tout le travail difficile a été fait. Il reste évidemment un travail à faire pour faire croître l'entreprise, mais les possibilités sont là.

À mon avis, il y a un incident qui s'est produit et qui a défini le problème, et c'était la règle de la connaissance du produit. Il y a environ quatre ou cinq ans, lorsque les banques ont voulu s'assurer qu'il y avait une règle selon laquelle les courtiers et leurs entreprises connaissaient le produit vendu à leurs clients — et les courtiers travaillent pour les banques, dans une large mesure —, leur réaction immédiate a été de dire : « Nous savons comment résoudre ce problème. Nous allons simplement vendre nos propres fonds communs de placement. » C'était la réaction instinctive de nos grandes banques, qui contrôlent le secteur de l'investissement au pays et qui ont créé un fardeau de règles qui ont fait fuir les indépendants et les petites entreprises. Ce n'est pas que nous voulons la déréglementation, mais nous ne voulons pas d'une réglementation qui crée des obstacles tels qu'il ne peut pas y avoir de nouveaux concurrents. Mais c'est ce qui s'est passé.

Selon moi, le problème est le suivant : lorsque la Loi sur les banques a été modifiée au milieu des années 1980 et que les banques ont commencé à se lancer dans l'assurance,

dominating every sector of our financial industry in the country. I began in the investment industry. I was a broker from 1979-89. The changes are just so dramatic. I don't even recognize the industry anymore.

You have summed up your comments really well, but can you speak to the importance of deconsolidating our financial sector?

**Mr. Wilson:** I will start on this and then pass it to my colleague.

This summer, Bryce Tingle and I consulted stakeholders to understand what people thought were the problems and also potential solutions, and we spoke to some very senior brokers who remain in the few remaining independents. They identified the Know Your Client, or KYC, and Know Your Product, or KYP, rules as some of the major impediments. A subset of the Know Your Product changes is that, in order for a broker to recommend a stock to a client, they have to do an analysis of five comparable products and companies. That simply doesn't exist in many markets, and they don't have the resources or the time, and they're not remunerated for doing so. That basically drives them away from recommending any junior stock to their clients. That was a major impediment.

Bryce, I know you are closer to this issue. I'll hand it to you.

**Mr. Tingle:** It's an excellent question, senator. The truth is that the infrastructure around Canadian markets has changed considerably, and one of the biggest changes is that there has been an enormous consolidation. It has had the effect of moving fundraising to the very top end of the market and made it increasingly difficult for smaller companies to find brokers who are interested in helping fund them.

Dan Wilson has indicated one of the problems, which is that it's very difficult for a broker to recommend a speculative stock. It's much easier for them to recommend a large, mature company, mutual fund or an exchange rated fund. There's a problem in the corporate finance area as well, which is that, increasingly, as brokerages have gotten bigger, and the expenses — partly caused by regulation — have gotten higher, the size of offerings that are attractive to an investment banker has also gotten significantly higher. If you're a software start-up that needs \$2.5 million or \$4 million for its next funding round, it's almost impossible to find any broker or investment bank interested in financing something that small.

les paiements, les opérations bancaires et les investissements, elles ont commencé à dominer tous les secteurs de notre industrie financière au pays. J'ai commencé ma carrière dans le secteur de l'investissement. J'ai été courtier de 1979 à 1989. Les changements sont tellement spectaculaires. Je ne reconnais même plus l'industrie.

Vous avez très bien résumé vos commentaires, mais pouvez-vous parler de l'importance de dégroupier notre secteur financier?

**M. Wilson :** Je vais commencer, puis je céderai la parole à mon collègue.

Cet été, Bryce Tingle et moi avons consulté les intervenants pour comprendre ce qu'ils pensaient être les problèmes et aussi les solutions potentielles, et nous avons parlé à des courtiers chevronnés qui figurent parmi les quelques indépendants qui restent. Ils ont désigné les règles de la connaissance du client et de la connaissance du produit, comme étant deux des principaux obstacles. L'une des conséquences sous-jacentes de la règle de la connaissance du produit est que, pour qu'un courtier puisse recommander une action à un client, il doit effectuer une analyse de cinq produits et entreprises comparables. Cela n'existe tout simplement pas dans de nombreux marchés, et les courtiers n'ont ni les ressources ni le temps nécessaires pour faire ce travail, et ils ne sont pas rémunérés pour le faire. En gros, cela les dissuade de recommander des actions juniors à leurs clients. C'est un obstacle majeur.

Monsieur Tingle, je sais que vous êtes plus près de cette question. Je vous cède la parole.

**M. Tingle :** C'est une excellente question, sénateur. La vérité, c'est que l'infrastructure autour des marchés canadiens a considérablement changé, et la consolidation majeure est l'un des plus grands changements. Cela a eu pour effet de déplacer le financement vers le sommet du marché et fait en sorte qu'il est de plus en plus difficile pour les petites entreprises de trouver des courtiers qui sont prêts à les aider à financer leurs activités.

Dan Wilson a fait état de l'un des problèmes, à savoir qu'il est très difficile pour un courtier de recommander des actions spéculatives. Il est beaucoup plus facile pour eux de recommander une grande société mature, un fonds commun de placement ou un fonds coté en bourse. Il y a également un problème dans le domaine des finances des entreprises : de plus en plus, à mesure que les maisons de courtage ont pris de l'expansion et que les dépenses — en partie causées par la réglementation — ont augmenté, la taille des offres qui sont attrayantes pour un banquier d'investissement a également augmenté considérablement. Si vous êtes une entreprise de logiciels en démarrage qui a besoin de 2,5 ou de 4 millions de dollars pour sa prochaine ronde de financement, il vous sera presque impossible de trouver un courtier ou une banque prêts à investir dans quelque chose de si petit.

Yet, given the dearth of venture capital generally in Canada — but especially outside of Ontario and Quebec — if brokers or investment banks aren't willing to raise the money, then there is no source. So you see many Canadian companies that are unable to raise money either through venture capital channels or through brokerage channels, and they move to the United States because it's easier to raise capital there. It's a dynamic that is, in the long run, impossible for Canada to sustain.

**The Chair:** That reminds me of my days at Lévesque Beaubien three decades ago.

**Senator Loffreda:** I totally agree; we have a productivity and competitiveness crisis. We need companies of scale.

I remember, in my capital market days, I saw what you just specified. Many of the purchases — I don't want to name-drop — were from the U.S., and they needed Canadian banks to also be there. We worked day and night to make that happen at times — if not always.

At one point, somebody told me that Fidelity Investments had more liquidity than all of Canada put together. I looked up Fidelity Investments in the U.S., and they've got \$4.5 trillion in assets under management. Canada's gross domestic product, or GDP, is \$2.3 trillion — you see where I'm going — the Canadian banking system is close to \$13 trillion and our GDP is \$3 trillion. We have to compete.

We could go the way of public offerings, but why don't we go the way of tax incentives? If we look at what the U.K. has done, for example, in employee ownership trusts, capital gains are totally tax free. Ten per cent of transactions now of companies sold in the U.K. are through employee ownership trusts. Employees own the companies.

In Canada, we're trying to extend capital gains exemption of \$10 million, and we're starting to get some traction on that.

We're not going to compete with capital with the U.S., and this is why I brought up some of those numbers. That horse is out of the barn now. That ship has sailed. We need to compete on tax incentives with competition at every sector.

To finish up on that, I read an article, entitled "Canada's banks could lend an additional \$1 trillion to help economy adapt, federal regulator says," and Peter Rutledge quoted that during one of his speeches.

Pourtant, compte tenu de la pénurie de capital de risque en général au Canada — mais surtout à l'extérieur de l'Ontario et du Québec —, si les courtiers ou les banques d'investissement ne sont pas prêts à investir, il n'y a pas de source de financement. Il y a donc de nombreuses entreprises canadiennes qui ne sont pas en mesure d'obtenir des fonds par l'entremise du capital de risque ou du courtage, et elles déménagent aux États-Unis parce qu'il y est plus facile de le faire. C'est une dynamique qui est impossible à soutenir pour le Canada à long terme.

**Le président :** Cela me rappelle mes années chez Lévesque Beaubien il y a de cela trois décennies.

**Le sénateur Loffreda :** Je suis tout à fait d'accord; nous traversons une crise de productivité et de compétitivité. Nous avons besoin d'entreprises d'envergure.

Je me souviens que, lorsque j'étais sur les marchés financiers, j'ai vu ce que vous venez d'évoquer. Bon nombre des achats — je ne veux pas donner de nom — provenaient des États-Unis, et il fallait que les banques canadiennes soient également présentes. Nous travaillions parfois jour et nuit — voire toujours — pour que cela se produise.

À un moment donné, quelqu'un m'a dit que Fidelity Investments avait plus de liquidités que tout le Canada. J'ai vérifié, et ses actifs sous gestion s'élèvent à 4,5 billions de dollars. Le produit intérieur brut du Canada s'élève à 2,3 billions de dollars — vous voyez où je veux en venir —, les actifs du système bancaire canadien s'élèvent à près de 13 billions de dollars et notre PIB, à 3 billions de dollars. Nous devons être concurrentiels.

Nous pourrions opter pour des offres publiques, mais pourquoi ne pas opter pour des incitatifs fiscaux? Au Royaume-Uni, par exemple, les gains en capital des fiducies collectives des employés sont entièrement libres d'impôt. À l'heure actuelle, 10 % des transactions d'entreprises vendues au Royaume-Uni se font par l'intermédiaire de fiducies collectives des employés. Les employés sont propriétaires des entreprises.

Au Canada, nous essayons de prolonger l'exemption pour gains en capital de 10 millions de dollars, et nous commençons à obtenir des résultats à cet égard.

Nous n'allons pas faire concurrence aux capitaux américains, et c'est pourquoi j'ai mentionné certains de ces chiffres. Le mal est déjà fait. Il est trop tard. Nous devons rivaliser sur le plan des incitatifs fiscaux avec la concurrence dans tous les secteurs.

Pour terminer, j'ai lu un article intitulé « Canada's banks could lend an additional \$1 trillion to help economy adapt, federal regulator says », et Peter Rutledge l'a cité dans l'un de ses discours.

For small- and medium-sized enterprises, or SMEs, maybe capital is accessible; it is there if the Canadian banks could lend up to \$1 trillion.

I would like to know your thoughts on all that. Do we focus on tax incentives or easier access to public offerings? The Americans will own most of those shares, anyway. How do we do it?

**Mr. Tingle:** If I could start, and then, Dan, I'll turn it over to you.

Tax incentives are great, but we've already had an experiment that has demonstrated they're really not sufficient. We have the most generous research and development credits of any country in the Organisation for Economic Co-operation and Development, or OECD, and it hasn't made a single bit of difference to the trend that we're talking about.

Even though a software company, for example, would be much better off operating in Canada, the fact that it's easier to raise money in the United States, or that the buyers for that company are all located in the United States, overwhelms any advantage of the Scientific Research and Experimental Development, or SR&ED, credits. So these companies are sold into the United States.

I'm unfamiliar with the British employee ownership trusts, but unless it's connected to helping these companies raise capital and then provide liquidity to the earliest investors, they're not going to solve the problem, which is this: If you're looking to provide liquidity to investors, and you have to, you have five to seven years before you have to sell your company. In many industries, the only real buyers are going to be foreign. The only alternative to this is to go public in Canada.

The inflection point has to be this: What deters people from going public? How could we encourage managers to go public rather than sell themselves to Google or Apple?

Dan, do you have anything to add?

**Mr. Wilson:** My answer is yes and yes. I'm a little more optimistic about the ability to have targeted tax incentives and tax reforms that will increase attraction of capital markets.

We've created this bifurcation where all of our tax advantages go to private companies in Canada — Canadian-controlled private corporations, or CCPCs — both in terms of lifetime capital gains exemptions but also active business income rates.

Pour les petites et moyennes entreprises, le capital pourrait être accessible si les banques canadiennes pouvaient prêter jusqu'à 1 billion de dollars.

J'aimerais savoir ce que vous pensez de tout cela. Est-ce qu'on se concentre sur des incitatifs fiscaux ou sur un accès plus facile aux offres publiques? Les Américains détiendront la plupart de ces actions, de toute façon. Comment pouvons-nous y arriver?

**M. Tingle :** Si vous me le permettez, je vais commencer, puis je céderai la parole à M. Wilson.

Les incitatifs fiscaux sont excellents, mais nous savons par expérience qu'ils ne sont pas suffisants. Nous avons les crédits de recherche et développement les plus généreux de tous les pays de l'OCDE, et cela n'a pas fait la moindre différence par rapport à la tendance dont nous parlons.

Même si une entreprise de logiciels, par exemple, ferait beaucoup mieux de mener ses activités au Canada, le fait qu'il soit plus facile d'obtenir des fonds aux États-Unis ou que les acheteurs soient tous situés aux États-Unis l'emporte sur tout avantage des crédits pour la recherche scientifique et le développement expérimental. Ces entreprises sont donc vendues aux États-Unis.

Je ne connais pas très bien les fiducies collectives des employés britanniques, mais à moins qu'elles aident ces entreprises à réunir des capitaux et qu'elles fournissent des liquidités aux premiers investisseurs, elles ne régleront pas le problème, qui est le suivant : si vous cherchez à fournir des liquidités aux investisseurs — et vous devez le faire —, vous avez de cinq à sept ans avant de devoir vendre votre entreprise. Dans de nombreux secteurs, les seuls acheteurs réels seront étrangers. La seule solution de rechange est de devenir une société ouverte.

Le point d'inflexion doit être le suivant : qu'est-ce qui dissuade les gens de passer à une société ouverte? Comment pourrait-on encourager les gestionnaires à se tourner vers ce modèle plutôt que de vendre à Google ou à Apple?

Monsieur Wilson, voulez-vous ajouter quelque chose?

**M. Wilson :** Ma réponse est oui et oui. Je suis un peu plus optimiste quant à la capacité d'avoir des incitatifs fiscaux ciblés et des réformes fiscales qui attireront davantage les marchés financiers.

Nous avons créé une bifurcation et tous nos avantages fiscaux vont à des entreprises privées au Canada — des sociétés privées sous contrôle canadien, ou SPCC — tant en ce qui concerne l'exonération cumulative des gains en capital que les taux de revenu des entreprises actives.

In Alberta, the combined tax rate is 11% on the first \$500,000 in active business income. It's 24% or 25% if you're not a CCPC. There's an opportunity, especially in the junior markets, at that early stage when you say, "Am I going to access that first piece of institutional private capital from an investor?" That is, an American private equity or junior capital investor, or, like what happened 30 years ago when I started in this space, one would ask:

Will I look at the TSXV or the Canadian Securities Exchange, or CSE, and go get the \$5 million I need from there?

The reason is that, once you're on that path, you're on a path to stickiness to remain in Canada and grow in Canada.

Companies that go public for the first time in Canada have a much higher likelihood of staying in Canada, growing in Canada and becoming the next Shopify in Canada. To incentivize that, the power of the purse is key.

I wrote an op-ed that the senator referred to. Ari Pandes from University of Calgary Haskayne School of Business and I wrote an op-ed together about six weeks ago in *The Globe and Mail* specifically on this point, advocating for tax rollovers in terms of a deferral of capital gains of any money made in a junior Canadian public market company.

I invest. I hit a home run. If I reinvest it within 12 to 24 months in similar companies, I get a tax deferral. It's a deferral, not tax forgiveness. The money remains in the public purse. It just continues to be reinvested and grows in terms of active business income tax rates, which I would like to see extended up to junior public companies that are at an early stage, so they could reinvest those tax savings in growth rather than having to finance them and also roll over.

Thank you.

**Senator McBean:** I'm not entirely surprised that my questions have been partially answered, but I'm going to ask them of both of you because I'm getting the sense — even on that last question — that you had nicely diverging thoughts.

What structural features — and maybe you can give examples of Canada's capital markets — most disadvantage our smaller firms trying to raise equity or long-term growth capital?

En Alberta, le taux d'imposition combiné est de 11 % sur la première tranche de 500 000 \$ de revenu tiré d'une entreprise exploitée activement. C'est 24 % ou 25 % si vous n'êtes pas une SPCC. Il y a là une occasion, surtout dans les marchés juniors, à ce stade précoce où l'on se demande si l'on va avoir accès à cette première tranche de capital privé institutionnel d'un investisseur. Autrement dit, un investisseur américain en capital-investissement ou un investisseur en capital junior. On pourrait aussi, comme c'était le cas il y a 30 ans lorsque j'ai commencé ma carrière dans ce domaine, se poser la question suivante :

Est-ce que je vais me tourner vers le TSXV ou la Bourse des valeurs canadiennes pour obtenir les 5 millions de dollars dont j'ai besoin?

Une fois que l'on a pris ce chemin, on est en voie de rester au Canada et de croître au Canada.

Les entreprises qui entrent en bourse pour la première fois au Canada ont beaucoup plus de chances de rester au Canada, de croître ici et de devenir le prochain Shopify. Pour encourager cela, il est essentiel de tenir les cordons de la bourse.

J'ai écrit une lettre d'opinion à laquelle le sénateur a fait référence. Ari Pandes, de l'école de commerce Haskayne de l'Université de Calgary, et moi-même avons écrit cette lettre il y a environ six semaines dans le *Globe and Mail* précisément sur ce point, et nous avons plaidé en faveur du report de l'impôt sur les gains en capital, c'est-à-dire de tout argent gagné dans les petites sociétés ouvertes canadiennes.

Si j'investis dans une entreprise, que je fais un bon coup et que je réinvestis dans des entreprises similaires dans un délai de 12 à 24 mois, j'obtiens un report d'impôt. Il s'agit d'un report, et non d'une remise d'impôt. L'argent reste dans le Trésor public. Il continue simplement d'être réinvesti et de croître en ce qui concerne les taux d'imposition du revenu des entreprises actives, ce que j'aimerais voir étendu aux petites sociétés ouvertes qui en sont à un stade précoce, afin qu'elles puissent réinvestir ces économies d'impôt dans la croissance plutôt que d'avoir à les financer et à les reporter.

Merci.

**La sénatrice McBean :** Je ne suis pas tout à fait surprise de voir qu'on a répondu en partie à mes questions, mais je vais vous les poser à tous les deux parce que j'ai l'impression — même en ce qui concerne la dernière question — que vous aviez des idées assez divergentes.

Quelles caractéristiques structurelles — et vous pouvez peut-être donner des exemples des marchés financiers du Canada — désavantagent le plus nos petites entreprises qui essaient de réunir des capitaux propres ou du capital de croissance à long terme?

**Mr. Tingle:** I'm happy to start.

There are two: The first is that we're a very big country, and finance tends to centralize; it likes to cluster. It's New York, it's London, and, in our case, it's Toronto for various strongly political reasons, and some in Quebec. In fact, Toronto is a very long way away from most parts of the country, and venture capital tends to be invested very close to the head office of the venture capital firm. Over 90% is invested in the same area code.

That means that if the financial industry is in Toronto, there isn't going to be a lot of venture capital anywhere west or east of Toronto, and that's, in fact, what statistics show.

The second problem is that we are right next door to the most innovative, economically successful country in the world and the one that has the largest tech companies, the ones that are most likely to buy our best companies, and there are no cultural or language barriers. There is a large pull that, for example, innovative companies in Sweden don't face.

**Senator McBean:** As a person who likes high performance, those disadvantages are hard for me because there's nothing I can do about those two.

Professor Wilson?

**Mr. Wilson:** Yes, I support what Bryce said, but also scale and the cost of regulation for the juniors, the cost of compliance.

I started practising in 1992. We used to do a lot of \$2-million and \$3-million small companies on the Toronto Stock Exchange, or TSX. That was a good, small deal. No broker can earn a living doing \$2-million and \$3-million deals. As Bryce indicated before, you can't earn a living doing \$10-million deals because your cost of back-end compliance in Know Your Client, or KYC, and Know Your Product, or KYP, and all of these things is so high that it simply doesn't support it. So the juniors abandon the market, are absorbed or just quit the market. That's a Canadian scale. For any growth-stage story, the U.S. has 10 times the economic base to deal with.

Our compliance costs might be equal in the U.S. and Canada, but the scale of our economy is so much different that the Canadian market just can't absorb it. The juniors couldn't absorb and remain competitive with the modern cost of compliance as a junior broker.

**M. Tingle :** Je peux commencer.

Il y en a deux : la première, c'est que nous sommes un très grand pays et que les finances ont tendance à se centraliser; elles aiment se regrouper. Elles sont à New York, elles sont à Londres et, dans notre cas, elles sont à Toronto pour diverses raisons très politiques, et il y en a au Québec. En fait, Toronto est très loin de la plupart des autres régions du pays, et le capital de risque a tendance à être investi très près du siège social des entreprises dans ce domaine. Plus de 90 % sont investis dans le même indicatif régional.

Cela signifie que si l'industrie financière se trouve à Toronto, il n'y aura pas beaucoup de capital de risque à l'ouest ou à l'est de la ville, et c'est ce que les statistiques montrent.

Le deuxième problème, c'est que nous sommes juste à côté du pays le plus novateur et le plus prospère sur le plan économique au monde et de celui qui possède les plus grandes entreprises de technologie, celles qui sont les plus susceptibles d'acheter nos meilleures entreprises, et il n'y a pas de barrière culturelle ou linguistique entre les deux pays. Il y a un attrait important auquel les entreprises novatrices de la Suède, par exemple, ne font pas face.

**La sénatrice McBean :** Comme je suis quelqu'un qui aime le haut rendement, j'ai du mal à accepter ces deux inconvénients parce que je n'y peux rien.

Monsieur Wilson, la parole est à vous.

**M. Wilson :** Oui, j'appuie la réponse de M. Tingle. J'ajouterais la taille du marché et le coût de la réglementation ou le coût de conformité pour les petites entreprises.

J'ai commencé ma carrière en 1992. À l'époque, il y avait beaucoup de transactions de petites entreprises de 2 millions et de 3 millions de dollars à la Bourse de Toronto. C'était de bonnes, mais de petites affaires. Aucun courtier ne peut gagner sa vie en effectuant des transactions de 2 millions et de 3 millions de dollars. Comme M. Tingle l'a dit, c'est impossible de gagner sa vie en réalisant des transactions de 10 millions de dollars parce que le coût de se conformer à l'ensemble des règles, dont celles de connaissance du client et de connaissance du produit, est trop élevé pour que ce soit rentable. Par conséquent, les petites entreprises se font absorber ou elles quittent tout simplement le marché. Je vous parle du marché canadien. Pour les entreprises au stade de la croissance, l'assise économique des États-Unis est 10 fois plus grande.

Les coûts de conformité sont peut-être égaux aux États-Unis et au Canada, mais la taille de nos économies est tellement différente que le marché canadien ne peut tout simplement pas les absorber. Le coût de conformité est trop élevé pour les nouveaux courtiers, et les petites entreprises ne peuvent ni le payer ni soutenir la concurrence.

**Senator McBean:** How could security law modernization or exemptions better support small business participation in venture capital and public markets?

**Mr. Tingle:** Let me start, and I'll briefly touch on your comment after my remarks, senator.

You're exactly right. We can do nothing to affect the size of the company or the country or the fact that we have America as our neighbour, but what we can't do is just copy what the United States does, which is traditionally how we've managed our economy. We have to be innovative; we have to try new things; and we have to be much more aggressive and conscious about what we're doing.

I do think it is possible to turn some of our weaknesses into real strengths. I'm not at all hopeless, but it will take an adventurous, innovative and aggressive government to do it.

In terms of things that would very immediately improve things, one would be significantly reducing the pain points to being public. This isn't just a matter of regulation; it's also a matter of proxy advisers, active shareholders and permitting companies in Canada to do the same things — like classified or staggered boards — that they're allowed to do in the United States or in Europe. It would mean, as Dan pointed out, equalizing the treatment of private and public early-stage, innovative companies. It would mean providing superior tax treatment of capital gains on companies that entrepreneurs took public, as opposed to sold across the border, and those sorts of things.

**Senator McBean:** Thank you.

**Senator Ringuette:** This discussion is fascinating. My question is particularly for Professor Tingle because you mentioned the fact that we're investing, as Canadians, through our government, billions of dollars in research, and some result in start-ups. But at the base, we have no ownership in all this investment, and I've been talking about this at this committee for a number of years.

I look at that, and I see that we need to have proportional ownership. We also have a relatively new product — I think for 10 or 12 years — which is called the Tax-Free Savings Account, where your plumber, your barber and your teacher can put money in an account, and the interest is tax-free, so that's the element of your tax incentive.

**La sénatrice McBean :** Comment la modernisation de la loi relative à la sécurité ou les exemptions à cette loi pourraient-elles mieux soutenir la participation des petites entreprises aux marchés du capital de risque et aux marchés publics?

**M. Tingle :** Permettez-moi de commencer, sénatrice McBean. J'aimerais réagir brièvement à l'observation que vous avez faite à la suite de ma réponse.

Vous avez parfaitement raison : on ne peut rien à la taille de l'entreprise ou du pays ni au fait que les États-Unis sont nos voisins. Cependant, le Canada ne peut pas se contenter de copier les États-Unis pour gérer son économie, comme nous avons tendance à le faire. Nous devons innover, nous devons essayer de nouvelles choses, et nous devons faire preuve de bien plus d'audace et de rigueur.

Je suis convaincu qu'il est possible de transformer nos faiblesses en réels avantages. J'ai toujours bon espoir que nous y arriverons, mais il faudra un gouvernement intrépide, novateur et audacieux.

En ce qui concerne les mesures à prendre pour améliorer immédiatement la situation, il faudrait notamment aplanir les obstacles à l'introduction en bourse. Ce n'est pas seulement une question de réglementation; il faut aussi penser aux agences de conseil en vote et aux actionnaires actifs. De plus, il faudrait permettre aux entreprises canadiennes de faire les mêmes choses que les entreprises américaines et européennes ont le droit de faire, par exemple, se doter d'un conseil d'administration à renouvellement échelonné. Comme M. Wilson l'a souligné, pour y arriver, il faudrait uniformiser le traitement des entreprises novatrices en démarrage ouvertes et fermées. Il faudrait offrir un traitement fiscal préférentiel des gains en capital aux entrepreneurs qui introduisent leur entreprise en bourse au lieu de la vendre aux États-Unis, par exemple.

**La sénatrice McBean :** Merci.

**La sénatrice Ringuette :** La discussion est fascinante. Ma question s'adresse à M. Tingle. Vous avez mentionné que, par l'intermédiaire du gouvernement, la population canadienne investissait des milliards de dollars dans la recherche, et qu'une partie de ces investissements menaient à la création d'entreprises. Cependant, au fond, nous n'avons aucune part du droit de propriété lié à ces investissements. C'est un enjeu que je soulève auprès du comité depuis plusieurs années.

Je suis d'avis que nous devons avoir une part proportionnelle du droit de propriété. Nous avons aussi un produit relativement récent — je pense qu'il existe depuis 10 ou 12 ans — : le compte d'épargne libre d'impôt. Un plombier, un coiffeur ou un enseignant peut déposer de l'argent dans un compte, et les intérêts sont libres d'impôt. C'est un incitatif fiscal.

Isn't there a way that we could link that tax-free account, which is accessible to all Canadians, to small- and medium-sized enterprises, or SMEs, that need those funds to grow? At the same time, there would be a link in regards to Canadian ownership to this entity from our investment in research.

I'm scratching at all the different elements here, and I've always maintained the premise that if there's a problem, there's a solution, so I'm looking for a solution.

**Mr. Tingle:** You've covered some ground, so let me talk first about tax incentives for retail investors.

To the extent that we've tried them before in Canada, they were not as successful as we might have hoped. So labour-sponsored venture capital funds provided really attractive tax benefits to investors who put their money in venture capital funds.

Those venture capital funds significantly failed. There has been a lot of empirical work done, and it suggests that they generated mostly negative returns, and, certainly, it's very hard to see improvements in the number of new ventures in jurisdictions that had labour-sponsored venture capital fund-enabling legislation and in those provinces that did not.

Now, we might go back and say that the idea was good, but the execution was wrong in a bunch of ways, but what we saw of labour-sponsored funds is that the tax benefits swamped the competence of management. Retail investors would just put the money into the funds without paying much attention to whether or not the management was at all competent at finding attractive investment opportunities. We would need to navigate around that sort of problem.

When you look at this problem, you have carrots and sticks. You can punish people for selling to the Americans or for bringing in foreign investors, or you can make it really attractive for them to stay in Canada and bring in Canadian investors. I'm very much in favour of the carrot approach.

The concern is that if we lean too heavily on the stick approach, fewer start-ups will be formed because the ability to raise money in the United States and the ability to sell to the United States are both part of the economic attraction of starting a very risky new business. So you would hate to interfere with it in a serious way. But we can do a lot to incentivize people to raise money in Canada and to build their business in Canada. Improving our public markets, improving the way the investment

N'y aurait-il pas moyen de lier les comptes libres d'impôt — qui sont accessibles à l'ensemble de la population canadienne — et les petites et moyennes entreprises, ou les PME, qui ont besoin de fonds pour croître? En même temps, on établirait un lien de propriété entre l'entreprise et la population canadienne, qui investit dans la recherche.

J'explore toutes les possibilités. J'ai toujours adhéré au principe selon lequel tout problème a une solution. Je cherche une solution.

**M. Tingle :** Vous avez abordé plusieurs éléments. Permettez-moi de parler d'abord des incitatifs fiscaux offerts aux investisseurs particuliers.

Les incitatifs fiscaux mis en place au Canada dans le passé n'ont pas donné les résultats escomptés. À titre d'exemple, les sociétés à capital de risque de travailleurs offraient des avantages fiscaux très attrayants aux investisseurs qui plaçaient leur argent dans des fonds de capital de risque.

Or ces fonds de capital de risque ont fait chou blanc. Les nombreuses études empiriques qui ont été effectuées montrent qu'ils ont généré principalement des rendements négatifs. Certes, il est très difficile de voir une amélioration du nombre de nouvelles entreprises dans les provinces qui ont adopté des mesures législatives habilitant les sociétés à capital de risque de travailleurs et dans les provinces qui ne l'ont pas fait.

On pourrait dire que l'idée des sociétés à capital de risque de travailleurs était bonne, mais que son exécution laissait beaucoup à désirer. Toutefois, ce que l'on a constaté, c'est que les avantages fiscaux l'emportaient sur la compétence des gestionnaires. Les investisseurs particuliers se contentaient de placer de l'argent dans les fonds sans se demander si les gestionnaires avaient la compétence de trouver des possibilités d'investissement intéressantes. Il faudrait trouver des solutions aux problèmes de la sorte.

On peut utiliser la carotte ou le bâton pour régler ces problèmes. D'un côté, on peut pénaliser les entrepreneurs qui vendent aux États-Unis ou qui font appel à des investisseurs étrangers; de l'autre, on peut faire en sorte qu'ils aient tout avantage à demeurer au Canada et à faire affaire avec des investisseurs canadiens. Personnellement, je préfère la carotte au bâton.

Le risque que présente le bâton, c'est que si on l'utilise trop, moins d'entreprises seront créées parce que la possibilité de recueillir des fonds et de vendre aux États-Unis fait partie de l'attrait économique de lancer une nouvelle entreprise très risquée. Par conséquent, il faut éviter de nuire sérieusement à cette possibilité. Toutefois, il y a beaucoup de choses qu'on peut faire pour encourager les gens à recueillir des fonds au Canada et à bâtir leur entreprise ici. L'amélioration des marchés publics,

industry works so it's easier for people to tap into retail money, and improving the venture capital infrastructure in Canada are all really good things. Part of that is — as Dan has said, and as you've said — improving the tax treatment of Canadians investing in junior companies.

**Mr. Wilson:** Our Scientific Research and Experimental Development, or SR&ED, program has been very successful at incubating start-ups. It has not been successful at creating any stickiness in Canada. There has been no back-end piece to that.

There are ideas that could be considered that would increase the stickiness, and you mentioned having an ownership interest. Another way would be to have it be a forgivable grant, that if you sell to a foreign interest, it becomes due with a rate of return at the time of the sale that the purchaser has to repay with a return to the Canadian people; whereas, if you remain in Canada and go public in Canada, it is forgiven. That would be a simple way.

**The Chair:** Thank you. Before going to second round, I have a question, but please be concise with your answers.

You mentioned that the Toronto Stock Exchange, or TSX, erosion is significant. There is Letko Brousseau, which has been pretty loud in Montreal. Twenty-five years ago, 25% of the assets of certain public pension funds were in Canadian equities; now it's only 5%.

You mentioned the stick and the carrot, but at the end of the day, is there any road, without using the stick, to convince our pension funds to be more active in their role, and what role can they play in the ecosystem? How do you see their role because it's more than \$2 trillion in assets?

**Mr. Tingle:** One of the problems — and I'll be really quick — is that we really love centralizing financial power in this country, and so we have only a few banks that are very large relative to the size of the population, and that sets certain incentives.

Similarly, concentrating all our pension money in a single fund, run centrally, sets certain incentives. The main incentive is that if you have to deploy the kind of capital our pension funds do, it's very difficult to invest in Canadian businesses because they're too small. Investing in a small business takes just as much time to do due diligence and to monitor it as investing in a huge infrastructure project in the developing world. One thing we might consider is breaking our funds into smaller groups.

l'amélioration du fonctionnement du secteur de l'investissement pour faciliter l'accès à l'argent des investisseurs particuliers et l'amélioration de l'infrastructure du capital de risque au Canada sont toutes de très bonnes solutions. Comme M. Wilson et vous l'avez dit, l'amélioration du traitement fiscal pour les Canadiens qui investissent dans les petites sociétés fait aussi partie de la solution.

**M. Wilson :** Le programme canadien pour la recherche scientifique et le développement expérimental s'est avéré excellent pour l'incubation d'entreprises, mais il n'a pas réussi à renforcer l'enracinement au Canada. Il n'y a pas de suite à ce programme.

Il y a des solutions à envisager pour favoriser l'enracinement. Vous avez mentionné la détention d'une part du droit de propriété. On pourrait aussi offrir un prêt-subvention : si l'entreprise est vendue à un intérêt étranger, l'acheteur doit rembourser le prêt à la population canadienne en fonction du taux de rendement au moment de la vente; au contraire, si l'entreprise demeure au Canada et entre en bourse au Canada, le prêt n'a pas à être remboursé. C'est une solution simple.

**Le président :** Merci. Avant de passer à la deuxième série de questions, je vais vous poser moi-même une question. Je vous prie de donner des réponses concises.

Vous avez mentionné que l'érosion à la Bourse de Toronto était considérable. À Montréal, Letko Brousseau s'exprime haut et fort. Il y a 25 ans, les actions canadiennes représentaient 25 % des actifs de certaines caisses de retraite publiques; aujourd'hui, la proportion est seulement de 5 %.

Vous avez mentionné la carotte et le bâton, mais au bout du compte, y a-t-il moyen de convaincre les caisses de retraite de jouer un rôle plus actif au sein de l'écosystème, sans avoir recours au bâton? D'après vous, quel rôle devraient-elles jouer, elles qui gèrent des actifs de plus de 2 000 milliards de dollars?

**M. Tingle :** Un des problèmes — je serai très bref —, c'est qu'au Canada, nous aimons vraiment centraliser le pouvoir, si bien que nous n'avons que quelques banques dont la grande taille n'est pas proportionnelle à celle de la population. Cette situation a des répercussions.

De façon semblable, le fait de placer tout l'argent des pensions dans un seul fonds, géré de façon centralisée, a également des répercussions. Notamment, si, comme les caisses de retraite, vous avez beaucoup de capital à placer, il est très difficile d'investir dans les entreprises canadiennes parce qu'elles sont trop petites. Que l'on investisse dans une petite entreprise ou dans un projet d'infrastructure de grande envergure dans un pays en développement, la diligence raisonnable et la surveillance prennent autant de temps. On pourrait considérer la possibilité de diviser les caisses de retraite en plus petits groupes.

It's also possible to set mandates, as Britain does, requiring them to invest some of their money in third-party venture capital or private equity funds of different types with Canadian mandates. That doesn't strike me as being obviously problematic.

**The Chair:** Thank you. You are inspired by the U.K. experience. That is interesting.

Mr. Wilson, do you have anything to add?

**Mr. Wilson:** Mr. Chair, I would just add, as Bryce said, that pension funds are simply not set up to invest in the smaller scale, and the problem of forcing them to invest more in Canada would be a concentration issue.

We're going to be below 600 TSX-listed companies this year that are already trading at a high multiple. Directing more capital to those few companies would not help. It would just create a bubble. We have to find a way to direct capital to start-ups, and that may be to direct them to invest a portion in Canadian venture capital companies.

**Senator Fridhandler:** With regard to measures that might reduce costs for junior public companies to exist, I know you are speaking about accounting issues. Can you give us a couple of highlights that are feasible?

**Mr. Wilson:** We could eliminate the audit requirements for pre-cash flow companies. That would be a start. That's a very low-hanging fruit. Let them do a review engagement. There's no need for an audit when you have no revenue.

**Senator Fridhandler:** That's a corporate law requirement as well as a security requirement.

**Mr. Wilson:** We could reduce it to biannual and streamline it so you only have to do a single Management's Discussion and Analysis, or MD&A, annually instead of quarterly.

**Mr. Tingle:** We could allow companies to create classified boards, which would give them some immunity from shareholder pressure, help them manage for the long term and make it more attractive to corporate managers to go public. That would take changes to corporate law as well as the TSX rules.

More than 90% of American initial public offerings, or IPOs, are of companies that have classified boards, and they're not allowed to do that in Canada.

On pourrait aussi obliger les caisses de retraite à investir une partie de leur argent dans des fonds canadiens de capital de risque ou de capital d'investissement de différentes sortes. C'est ce que fait le Royaume-Uni. Je ne vois pas de problème à cette solution.

**Le président :** Merci. La pratique au Royaume-Uni vous inspire. C'est intéressant.

Monsieur Wilson, avez-vous quelque chose à ajouter?

**M. Wilson :** Monsieur le président, j'ajouterais simplement, comme M. Tingle l'a dit, que les caisses de retraite ne sont tout simplement pas conçues pour investir dans les petites entreprises. En les obligeant à investir davantage au Canada, on causerait un problème de saturation.

Cette année, il y aura moins de 600 sociétés cotées à la Bourse de Toronto qui font déjà des transactions à multiple élevé. Injecter plus de capitaux dans ces quelques entreprises n'est pas une solution; on ne fera que créer une bulle. Il faut trouver un moyen d'injecter des capitaux dans les entreprises en démarrage. Une solution possible serait de les obliger à investir une partie de leur argent dans des sociétés canadiennes de capital de risque.

**Le sénateur Fridhandler :** Au chapitre des mesures qui pourraient réduire les coûts pour les petites entreprises ouvertes, je sais que vous parlez de la reddition de comptes. Pouvez-vous nous présenter deux ou trois solutions envisageables?

**M. Wilson :** On pourrait éliminer les exigences en matière de vérification pour les entreprises qui ne génèrent pas encore de profits. On pourrait commencer par cette mesure, qui est très facile à mettre en œuvre. Exigeons seulement une mission d'examen. Une vérification n'est pas nécessaire quand il n'y a pas de profits.

**Le sénateur Fridhandler :** C'est une exigence de sécurité et du droit des sociétés.

**M. Wilson :** On pourrait réduire l'obligation à un examen bisannuel. On pourrait aussi simplifier le processus et exiger la production d'un seul rapport de gestion par année, au lieu de rapports trimestriels.

**M. Tingle :** En outre, on pourrait permettre aux entreprises de se doter d'un conseil d'administration à renouvellement échelonné. Cette mesure les mettrait à l'abri des pressions exercées par les actionnaires, elle simplifierait la gestion à long terme et elle inciterait les gestionnaires à inscrire les entreprises à la bourse. Pour ce faire, il faudrait modifier la législation relative aux sociétés, ainsi que les règles de la Bourse de Toronto.

Aux États-Unis, plus de 90 % des premiers appels publics à l'épargne, ou PAPE, sont effectués par des sociétés dotées de conseils d'administration à renouvellement échelonné. Au Canada, c'est interdit.

**Senator C. Deacon:** I'm going to challenge you to reply to me in writing, if you could, after the meeting because we're out of time.

In the United States, 10% of their market value is in financials, and 30% is in tech. We're exactly the opposite: 30% is in financials, and 10% is in tech. The financials are supposed to be enabling wealth creation in the country. They're not supposed to be the source because they can't be. They're not growing our economy.

Our Canadian banks have a 30% return on equity, or ROE, over the last 20 years, three times the global average. We must level that playing field out. We have six men behind six doors who are in control of 90% of our assets in this country. We need more diversity behind more doors.

One of the ways could be to require the deconsolidation of our financial sector and make our pension funds invest in a diverse group of funds that then deploy that capital because it's at scales that they can't control.

I would love you to push back on that, maybe in writing after the meeting.

**Mr. Tingle:** I would say this: We have plenty of evidence now that banks can outcompete other companies in investment banking. If you're an investment bank, and you are associated with one of Canada's big banks, you have an advantage. That is just what has happened over the last 30 years. It is undeniable. We've seen a hollowing out of investment banking in this country and the bank's firms taking a much larger share.

Deconsolidating, as you put it, is a very real possibility, and you might decide that we could foster a more level playing field by separating investment banking from commercial banking.

**Mr. Wilson:** Also, senator, banks love intermediation. They clip a coupon on every transaction that occurs.

Bryce and I are working on a series called "Hunting Sacred Cows" on reforming capital markets. Disintermediation is a big part of that.

**The Chair:** That's an interesting topic.

In Quebec, they have Investissement Québec. Do you see from province to province any differences between the ecosystems in Quebec and Ontario because Investissement Québec tried to scale up the companies?

**Le sénateur C. Deacon :** Je vais vous demander de m'envoyer une réponse écrite après la réunion, si possible, parce que notre temps tire à sa fin.

Aux États-Unis, le secteur financier représente 10 % du marché, tandis que le secteur de la technologie en représente 30 %. Au Canada, c'est exactement le contraire : les proportions sont de 30 % pour le secteur financier et de 10 % pour le secteur de la technologie. Le secteur financier est censé stimuler la création de richesses au pays; il n'est pas censé en être la source parce qu'il ne peut pas l'être. Il ne fait pas croître l'économie.

Au cours des 20 dernières années, les banques canadiennes ont enregistré un taux de rendement des capitaux propres de 30 %. C'est trois fois plus que la moyenne mondiale. Il faut égaliser les chances. Six hommes derrière six portes contrôlent 90 % des actifs canadiens. Il faut une plus grande diversité derrière un plus grand nombre de portes.

Entre autres, on pourrait exiger la déconsolidation du secteur financier. On pourrait obliger les caisses de retraite à investir dans un groupe diversifié de fonds qui injecteraient ensuite les capitaux ailleurs parce que les montants seraient trop élevés pour qu'ils puissent les gérer.

J'aimerais beaucoup recevoir vos réactions à ces propositions, peut-être par écrit après la réunion.

**M. Tingle :** Je dirais ceci : nous avons maintenant amplement de preuves que les banques peuvent surpasser les autres entreprises dans le domaine des services bancaires d'investissement. Les banques d'investissement associées aux grandes banques canadiennes ont un avantage. C'est ce qui s'est produit au cours des 30 dernières années. C'est indéniable. Nous avons assisté à un effondrement des services bancaires d'investissement au Canada; désormais, les sociétés associées aux banques prennent une bien plus grande part du marché.

La déconsolidation, pour reprendre votre terme, est une possibilité bien réelle. On pourrait décider d'égaliser les chances en séparant les services bancaires d'investissement et les services bancaires commerciaux.

**M. Wilson :** J'ajouterais, sénateur Deacon, que les banques sont portées sur l'intermédiation. Chaque transaction leur rapporte quelque chose.

M. Tingle et moi travaillons sur une série intitulée *Hunting Sacred Cows*, au sujet de la réforme des marchés financiers. La désintermédiation en est un élément important.

**Le président :** C'est un sujet intéressant.

Au Québec, il y a Investissement Québec. Constatez-vous des différences entre les écosystèmes du Québec et de l'Ontario découlant des efforts réalisés par Investissement Québec pour stimuler la croissance des entreprises?

Have you studied anything regarding that? Is it a model that's interesting?

**Mr. Wilson:** Yes, Mr. Chair. In fact, I'm the director of the School of Public Policy's Financial Markets Regulation, and we've been doing a series with the Alberta Treasury Board and Finance, and we commissioned Mr. Pierre Lortie — whom I'm sure you know well — to do a paper for us on the Quebec experience and look at a number of the interesting nuances.

There's much in what has been done in Quebec that is very interesting as a potential go-by for the rest of Canada. It is something that we are evaluating.

Quebec has been willing to stand alone, and I think it's a great example for Canada.

We need to stand alone as a country. We need to innovate. We need to move beyond following the U.S. and trying to keep up with them. We need to move ahead of them in regulatory reform and innovation. Quebec has been willing to do that and has given us some good examples.

**Mr. Tingle:** I think Dan is right.

**The Chair:** Thanks to our witnesses for your very interesting testimony.

Your opening remarks, Mr. Wilson, were so great that I think they should be on YouTube because of how well you have described the situation in Canada.

Our next meeting will be on Wednesday, February 25, at 4:15 p.m. Colleagues, on your behalf, I thank our Senate page, our analysts, our interpreters and our clerk as well.

(The committee adjourned.)

Vous êtes-vous penchés là-dessus? Le modèle est-il digne d'intérêt?

**M. Wilson :** Oui, monsieur le président. De fait, je dirige la série sur la réglementation des marchés financiers de l'École de politique publique. Nous travaillons en collaboration avec le Conseil du Trésor et ministère des Finances de l'Alberta, et nous avons demandé à Pierre Lortie — que vous connaissez sans doute très bien — d'écrire pour nous écrire un article sur l'expérience du Québec et sur ses particularités.

De nombreuses mesures prises au Québec sont dignes d'intérêt et pourraient servir de modèle au reste du Canada. C'est un sujet que nous étudions.

Le Québec a fait preuve d'autonomie, et je trouve que c'est un très bon exemple pour le Canada.

Le Canada doit lui aussi faire preuve d'autonomie. Il doit innover. Il ne doit plus se contenter d'essayer de suivre les États-Unis. Il doit les surpasser sur les plans de la réforme de la réglementation et de l'innovation. Le Québec a été prêt à le faire et il nous donne de bons exemples.

**M. Tingle :** Je suis d'accord avec M. Wilson.

**Le président :** Je remercie les témoins pour leurs témoignages fort intéressants.

Monsieur Wilson, vous avez tellement bien décrit la situation au Canada dans votre déclaration préliminaire que je pense qu'elle devrait être mise en ligne sur YouTube.

Notre prochaine réunion aura lieu le mercredi 25 février, à 16 h 15. Chers collègues, en votre nom, je remercie notre page du Sénat, nos analystes, nos interprètes et notre greffier.

(La séance est levée.)

---