

EVIDENCE

OTTAWA, Thursday, February 26, 2026

The Standing Senate Committee on Banking, Commerce and the Economy met with videoconference this day at 10:30 a.m. [ET], in camera, for the consideration of a draft agenda (future business); and, in public, to study Bill S-3, An Act to amend the Weights and Measures Act, the Electricity and Gas Inspection Act, the Weights and Measures Regulations and the Electricity and Gas Inspection Regulations; and to examine and report 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.

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

[*Translation*]

The Chair: Honourable senators, I would like your agreement to move in camera immediately, and we will return in public in a few minutes. Agreed?

Hon. Senators: Agreed.

(The committee continued in camera.)

(The committee resumed in public.)

The Chair: Honourable senators, we will continue our meeting.

My name is Clément Gignac. I'm a senator from Quebec and chair of the Standing Senate Committee on Banking, Commerce and the Economy. I would like to welcome those listening to us online on sencanada.ca.

Before proceeding any further, I would kindly ask my fellow committee members to introduce themselves.

[*English*]

Senator Varone: Toni Varone, Ontario.

Senator Papatello: Sandra Papatello, Ontario.

[*Translation*]

Senator Dalphond: Pierre Dalphond from Quebec.

[*English*]

Senator Fridhandler: Daryl Fridhandler, Alberta.

Senator Loffreda: Senator Tony Loffreda, Montreal, Quebec.

TÉMOIGNAGES

OTTAWA, le jeudi 26 février 2026

Le Comité sénatorial permanent des banques, du commerce et de l'économie se réunit à huis clos aujourd'hui, à 10 h 30 (HE), avec vidéoconférence, pour étudier un projet d'ordre du jour (travaux futurs); et en séance publique, pour étudier le projet de loi S-3, Loi modifiant la Loi sur les poids et mesures, la Loi sur l'inspection de l'électricité et du gaz, le Règlement sur les poids et mesures et le Règlement sur l'inspection de l'électricité et du gaz; et 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*]

Le président : Honorables sénateurs, j'aimerais avoir votre accord pour passer à huis clos immédiatement et nous reviendrons en séance publique dans quelques minutes. Est-ce d'accord?

Des voix : D'accord.

(La séance se poursuit à huis clos.)

(La séance publique reprend.)

Le président : Honorables sénateurs et sénatrices, nous poursuivons notre réunion.

Je m'appelle Clément Gignac, je suis un sénateur du Québec et je suis président du Comité sénatorial permanent des banques, du commerce et de l'économie. Je tiens à souhaiter la bienvenue à ceux qui se joignent à nous à partir du site Web sencanada.ca.

Avant de continuer, je demanderais à mes collègues du comité de bien vouloir se présenter.

[*Traduction*]

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

La sénatrice Papatello : Sandra Papatello, de l'Ontario.

[*Français*]

Le sénateur Dalphond : Pierre Dalphond, du Québec.

[*Traduction*]

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

Le sénateur Loffreda : Sénateur Tony Loffreda, de Montréal, au Québec.

[Translation]

Senator Ringuette: Pierrette Ringuette from New Brunswick.

[English]

Senator Yussuff: Hassan Yussuff, Ontario.

Senator McBean: Marnie McBean, Ontario.

Senator C. Deacon: Colin Deacon, Nova Scotia.

Senator Wallin: Pamela Wallin, Saskatchewan.

Senator Marshall: Elizabeth Marshall, Newfoundland and Labrador.

Senator Martin: Yonah Martin, British Columbia.

[Translation]

The Chair: Our first order of the day is to proceed with clause-by-clause consideration of Bill S-3, An Act to amend the Weights and Measures Act, the Electricity and Gas Inspection Act, the Weights and Measures Regulations and the Electricity and Gas Inspection Regulations.

Before we begin, I would like to remind senators of a number of points. If at any point a senator is not clear where we are in the process, please ask for clarification. I want to ensure that at all times we have the same understanding of where we are in the process.

In terms of the mechanics of the process, when more than one amendment is proposed to be moved in a clause, amendments should be proposed in the order of the lines of a clause. If a senator is opposed to an entire clause, the proper process is not to move a motion to delete the entire clause but, rather, to vote against the clause as standing as part of the bill.

Some amendments that are moved may have consequential effects on other parts of the bill. It is therefore useful to this process if a senator moving an amendment identifies to the committee other clauses in this bill where this amendment could have an effect. Otherwise, it could be very difficult for members of the committee to remain consistent in their decision making. Because no notice is required to move amendments, there can, of course, have been no preliminary analysis of the amendments to establish which ones may be of consequence to others and which may be contradictory.

If committee members ever have any questions about the process or about the propriety of anything occurring, they can certainly raise a point of order. As chair, I will listen to

[Français]

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

[Traduction]

Le sénateur Yussuff : Hassan Yussuff, de l'Ontario.

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

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

La sénatrice Wallin : Pamela Wallin, de la Saskatchewan.

La sénatrice Marshall : Elizabeth Marshall, de Terre-Neuve-et-Labrador.

La sénatrice Martin : Yonah Martin, de la Colombie-Britannique.

[Français]

Le président : Nous allons commencer la réunion avec l'étude article par article du projet de loi S-3, Loi modifiant la Loi sur les poids et mesures, la Loi sur l'inspection de l'électricité et du gaz, le Règlement sur les poids et mesures et le Règlement sur l'inspection de l'électricité et du gaz.

Avant de commencer, je voudrais rappeler certaines choses aux sénateurs. Si, à un moment ou à un autre, vous ne savez plus trop où nous en sommes dans le processus, n'hésitez pas à demander des précisions. Je tiens à faire en sorte que chacun d'entre nous sache en tout temps où nous en sommes.

En ce qui concerne la procédure, je tiens à rappeler aux sénateurs que, lorsqu'on propose plus d'un amendement pour un même article, les amendements doivent être proposés suivant l'ordre des lignes du texte à modifier. Si un sénateur s'oppose à un article en entier, la procédure normale n'est pas d'adopter une motion pour supprimer l'article au complet, mais plutôt de voter contre l'article en question.

Certains amendements proposés peuvent avoir des conséquences sur d'autres parties du projet de loi. Il serait donc très utile qu'un sénateur qui propose un amendement indique au comité quels sont les autres articles du projet de loi sur lesquels son amendement pourrait avoir une incidence. Autrement, il pourrait être très difficile pour notre comité de demeurer cohérent dans ses décisions. Puisqu'il n'est pas nécessaire de donner un préavis pour proposer des amendements, il peut évidemment ne pas y avoir eu d'analyse préliminaire des amendements pour déterminer ceux qui peuvent avoir des répercussions sur les autres articles ou leur être contraires.

Si des membres du comité ont une question concernant le processus ou le bien-fondé de quoi que ce soit, ils peuvent soulever un rappel au Règlement. La présidence écoutera les

arguments, decide when we will discuss the procedural matter and make a ruling. The committee is the ultimate master of its business within the bounds established by the Senate, and a ruling can be appealed to the full committee by asking whether the ruling shall be sustained.

I wish to remind honourable senators that if there is ever any uncertainty as to the results of a voice vote or a show of hands, the most effective route is to request a roll call vote, which obviously provides unambiguous results.

Finally, colleagues, senators are aware that any tied vote negates the motion in question.

Are there any questions?

[*English*]

Everything is okay?

[*Translation*]

Colleagues, is it agreed that the committee proceed to clause-by-clause consideration of Bill S-3, An Act to amend the Weights and Measures Act, the Electricity and Gas Inspection Act, the Weights and Measures Regulations and the Electricity and Gas Inspection Regulations?

Hon. Senators: Agreed.

The Chair: Shall the title stand postponed?

Hon. Senators: Agreed.

[*English*]

The Chair: Is it agreed with leave that the clauses be grouped according to six parts of the bill as described in the table of provision of Bill S-3 when appropriate?

Hon. Senators: Agreed.

[*Translation*]

The Chair: Shall Part 1, related to the Weights and Measures Act, which contains clauses 1 to 27, carry?

Hon. Senators: Agreed.

The Chair: Shall Part 2, related to the Electricity and Gas Inspection Act, which contains clauses 28 to 48, carry?

Hon. Senators: Agreed.

arguments, décidera du moment où nous discuterons de la question de procédure et rendra une décision. Le comité est le maître de ses travaux dans les limites établies par le Sénat, et un sénateur ou une sénatrice peut interjeter appel d'une décision de la présidence devant le comité en demandant si la décision doit être maintenue.

Je tiens à rappeler aux sénateurs et sénatrices que s'ils ont le moindre doute quant aux résultats d'un vote de vive voix ou d'un vote à main levée, la façon la plus harmonieuse d'intervenir est de demander un vote par appel nominal, qui aboutira à des résultats clairs.

Finalement, chers collègues, les sénateurs savent qu'en cas d'égalité des voix, la motion sera rejetée.

Avez-vous des questions?

[*Traduction*]

Est-ce que tout va bien?

[*Français*]

Chers collègues, est-il convenu de procéder à l'étude article par article du projet de loi S-3, Loi modifiant la Loi sur les poids et mesures, la Loi sur l'inspection de l'électricité et du gaz, le Règlement sur les poids et mesures et le Règlement sur l'inspection de l'électricité et du gaz?

Des voix : Oui.

Le président : Êtes-vous d'accord pour suspendre l'adoption du titre?

Des voix : Oui.

[*Traduction*]

Le président : Avec votre consentement, est-il convenu que le comité puisse grouper les articles selon les 6 parties identifiées dans la table analytique du projet de loi S-3 lorsque cela est à propos?

Des voix : D'accord.

[*Français*]

Le président : Est-ce que la partie 1, portant sur la Loi sur les poids et mesures, qui comprend les articles 1 à 27, est adoptée?

Des voix : Oui.

Le président : Est-ce que la partie 2, portant sur la Loi sur l'inspection de l'électricité et du gaz, qui comprend les articles 28 à 48, est adoptée?

Des voix : Oui.

[English]

The Chair: Shall Part 3, related to the Weights and Measures Regulations, which contains clauses 49 and 50, carry?

Hon. Senators: Agreed.

The Chair: Shall Part 4, related to the Electricity and Gas Inspection Regulations, which contains clauses 51 and 52, carry?

Hon. Senators: Agreed.

[Translation]

The Chair: Shall Part 5, related to transitional provisions, which contains clauses 53 to 58, carry?

Hon. Senators: Agreed.

The Chair: Shall Part 6, related to the coming into force, contained in clause 59, carry?

Hon. Senators: Agreed.

The Chair: Shall the title carry?

Hon. Senators: Agreed.

[English]

Shall the bill carry?

Hon. Senators: Agreed.

The Chair: Does the committee wish to consider appending observations to the report?

Is it agreed that I report this bill to the Senate in both official languages?

Hon. Senators: Agreed.

[Translation]

The Chair: Senators, this is our fourth 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: Annie Sinigagliese, Chief Executive Officer of the Canadian Independent Finance and Innovation Counsel; and Jim Dale, Chief Executive Officer of Leede Financial Inc.

I understand you have some opening remarks. Ms. Sinigagliese, you have the floor.

[Traduction]

Le président : Est-ce que la partie 3, portant sur le Règlement sur les poids et mesures, qui comprend les articles 49 et 50, est adoptée?

Des voix : D'accord.

Le président : Est-ce que la partie 4, qui porte sur le Règlement sur l'inspection de l'électricité et du gaz, qui comprend les articles 51 et 52, est adoptée?

Des voix : D'accord.

[Français]

Le président : Est-ce que la partie 5, portant sur les dispositions transitoires, qui comprend les articles 53 à 58, est adoptée?

Des voix : Oui.

Le président : Est-ce que la partie 6, portant sur l'entrée en vigueur, comprise à l'article 59, est adoptée?

Des voix : Oui.

Le président : Le titre est-il adopté?

Des voix : Oui.

[Traduction]

Le projet de loi est-il adopté?

Des voix : D'accord.

Le président : Est-ce que le comité veut annexer des observations au rapport?

Est-il convenu que je fasse rapport de ce projet de loi au Sénat dans les deux langues officielles?

Des voix : D'accord.

[Français]

Le président : Honorables sénateurs et sénatrices, il s'agit de notre quatrième réunion portant sur notre nouvelle étude spéciale sur 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.

J'aimerais souhaiter la bienvenue à nos témoins : Mme Annie Sinigagliese, présidente du Conseil indépendant finance et innovation du Canada, et M. Jim Dale, chef de la direction, président-directeur général de Leede Finance inc.

Je crois comprendre que vous avez des remarques d'ouverture à faire. Madame Sinigagliese, vous avez la parole.

[English]

Annie Sinigagliese, Chief Executive Officer, Canadian Independent Finance and Innovation Counsel Inc.: Thank you for the kind invitation. Our name is very long, and we have a short amount of time, so I will call the company CIFIC. The Canadian Independent Finance and Innovation Counsel Inc., or CIFIC, was created two years ago to become the voice of investment dealers in Canada. We currently represent 42 dealers, mostly independents, all across the country.

Our goal is to solve their challenges. We asked our dealers what are the main challenge in Canada right now. They said junior capital markets. For them, start-ups have to go to junior capital markets and then eventually graduate to senior markets in order to create jobs and bring wealth to Canadians. Instead, many of these start-ups are being sold to foreign interests, and this has to stop. It is a good sign when I see senators nodding “yes.”

To be transparent, about half of the dealers we represent do not participate in junior markets. When we asked them why, they said it was because of the regulatory burden and because of the high cost, mostly related to the client-focused reforms.

The half that participated did so because, and I quote, “Somebody has to do it.” To them the junior issuers are a critical part of the Canadian economy, and they have to be there for these companies.

I am not an expert in junior markets, but when I heard that, I thought to myself that this is critical and our financial ecosystem is on the verge of collapsing.

I will now pass it to Jim Dale, who is an expert on the junior markets. Jim Dale is the CEO of Leede Financial Inc. but also the chair of our independent dealers group and our governance panel.

Jim Dale, Chief Executive Officer, Leede Financial Inc.: Thank you for the invitation to speak with you today.

This topic is of great importance to our industry and country. As Ms. Sinigagliese mentioned, we established CIFIC to represent Canadian independent or non-bank-owned investment dealers. I am the CEO of Leede Financial, and I will give you the background of the firm. Leede Financial is a mid-sized dealer with 140 investment advisers that operate from 20 locations in Canada. We have offices from Vancouver Island to Prince Edward Island and service clients in both official languages. Our firm’s roots go back more than 50 years.

[Traduction]

Annie Sinigagliese, présidente, Conseil Indépendant Finance et Innovation du Canada inc. : Je vous remercie de votre aimable invitation. Puisque notre nom est très long et que nous avons peu de temps, je vais appeler notre organisation le CIFIC. Le Conseil Indépendant Finance et Innovation du Canada inc. a été créé il y a deux ans pour représenter les courtiers en valeurs mobilières du Canada. Nous représentons actuellement 42 firmes de courtage, indépendantes pour la plupart, dans tout le pays.

Notre objectif est de résoudre leurs problèmes. Nous avons donc demandé à nos courtiers quel était leur principal défi au Canada en ce moment. Ils ont répondu que c’était les marchés de capitaux pour jeunes entreprises. Ils affirment que les entreprises en démarrage doivent se tourner vers ces marchés, puis passer aux marchés des capitaux de premier plan afin de créer des emplois et d’enrichir les Canadiens. Au lieu de cela, bon nombre de ces jeunes entreprises sont vendues à des intérêts étrangers, ce qui doit cesser. C’est bon signe lorsque je vois des sénateurs acquiescer.

En toute transparence, environ la moitié des firmes de courtage que nous représentons ne participent pas aux marchés pour jeunes entreprises. Lorsque nous leur avons demandé la raison, elles ont répondu que c’était à cause du fardeau réglementaire et des coûts élevés, principalement attribuables aux réformes axées sur le client.

La moitié des courtiers qui y participent le font parce que, et je cite, « quelqu’un doit s’en occuper ». Ils savent que les petits émetteurs sont un élément essentiel de l’économie canadienne, et ils doivent être là pour aider ces entreprises.

Je ne suis pas une experte des marchés pour jeunes entreprises, mais quand j’ai entendu cela, je me suis dit que c’était essentiel et que notre écosystème financier était au bord de l’effondrement.

Je vais maintenant céder la parole à Jim Dale, qui est un expert des marchés pour jeunes entreprises. Il est le chef de la direction de Leede Financial Inc., mais aussi le président de notre groupe de courtiers indépendants et de notre comité de gouvernance.

Jim Dale, chef de la direction, Leede Financial Inc. : Je vous remercie de m’avoir invité à m’adresser à vous aujourd’hui.

Ce sujet est d’une grande importance pour notre secteur et notre pays. Comme Mme Sinigagliese l’a mentionné, nous avons créé le CIFIC pour représenter les courtiers en valeurs mobilières indépendants ou n’appartenant pas à des banques au Canada. Je suis le chef de la direction de Leede Financial, et je vais vous dire quelques mots sur l’entreprise. Leede Financial est une firme de courtage de taille moyenne comptant 140 conseillers en placements répartis dans 20 bureaux au Canada. Nous avons des bureaux de l’île de Vancouver à l’Île-du-Prince-Édouard et nous

Investment dealers are intermediaries between companies and investors, both institutional and retail investors. Prior witnesses Professors Wilson and Tingle provided excellent commentary and recommendations that focused primarily on the barriers Canadian companies face in going public.

My comments will focus on retail investors, as they are essential to the junior capital markets, but their participation has declined steadily in recent years. Many companies need capital, and a public listing would be more likely if we had more retail clients willing and able to invest in them.

I will outline some of the key issues. Retail investors are becoming less likely to be introduced to junior listed companies. Why? First, there are fewer investment dealers due to consolidation, and very few new dealers are being created due to regulatory barriers to entry. Next, many of our existing dealers have shifted their business model to wealth management, where revenue is fee-based instead of the traditional advisory model, which charges commissions on transactions.

Lastly, dealers can avoid some of the additional regulatory costs and risks associated with client-focused reform rules such as the Know-Your-Product rule. The KYP rule, as it is known, has resulted in dealers removing junior companies from their products that are approved for their advisers.

Even where advisers have access to junior listed companies, only the wealthiest investors can readily access these advisers. This is largely due to the high cost of servicing this business, which results in minimum account sizes. Accredited investor rules and syndication practices limit retail client participation and new financings. New financings have historically been a source of new clients.

Further, as you know, bank-owned dealers are risk averse and steer their clients to dividend-paying stocks, mutual funds, exchange-traded funds and GICs. They avoid the junior markets.

Many retail investors have self-directed accounts with online brokers where they do have access to junior issuers, but are less

offrons nos services à nos clients dans les deux langues officielles. Notre entreprise existe depuis plus de 50 ans.

Les courtiers en valeurs mobilières sont des intermédiaires entre les entreprises et les investisseurs, tant institutionnels que particuliers. Les témoins précédents, M. Wilson et M. Tingle, ont formulé d'excellentes observations et recommandations qui portaient principalement sur les obstacles auxquels se heurtent les entreprises canadiennes qui souhaitent entrer sur les marchés boursiers.

Mes commentaires porteront sur les investisseurs particuliers, car ils sont essentiels aux marchés de capitaux pour jeunes entreprises, mais leur participation a diminué de façon constante ces dernières années. De nombreuses entreprises ont besoin de capitaux, et une introduction en bourse serait plus probable si nous avions plus de clients particuliers disposés à investir dans ces entreprises et capables de le faire.

Je vais présenter certains des principaux enjeux. Les investisseurs particuliers sont de moins en moins susceptibles d'avoir accès aux petites sociétés inscrites en bourse. Pourquoi? Premièrement, le nombre de courtiers en valeurs mobilières a diminué en raison de la consolidation, et il y a très peu de nouveaux venus compte tenu des obstacles réglementaires à l'entrée. Ensuite, bon nombre de nos courtiers actuels ont réorienté leur modèle d'affaires vers la gestion du patrimoine, où les revenus proviennent d'honoraires au lieu du modèle traditionnel de conseil, qui perçoit des commissions sur les transactions.

Enfin, les courtiers peuvent éviter certains des coûts et des risques réglementaires supplémentaires associés aux réformes axées sur le client, comme la connaissance du produit. Cette règle a conduit les courtiers à retirer les petites entreprises des produits qui sont autorisés à leurs conseillers.

Même lorsque les conseillers ont accès à de petites sociétés inscrites en bourse, seuls les investisseurs les mieux nantis peuvent facilement y avoir accès. C'est surtout attribuable au coût élevé de cette activité, ce qui nécessite des comptes d'une taille minimale. Les règles relatives aux investisseurs accrédités et les pratiques de formation d'un syndicat financier limitent la participation des clients de détail et les nouveaux financements, qui ont toujours été une source de nouveaux clients.

De plus, comme vous le savez, les courtiers détenus par une banque sont peu enclins à prendre des risques et orientent leurs clients vers des actions donnant droit à des dividendes, des fonds communs de placement, des fonds négociés en bourse et des certificats de placement garanti. Ils évitent les marchés pour jeunes entreprises.

De nombreux investisseurs particuliers ont des comptes autonomes auprès de courtiers en ligne où ils ont accès à de

confident investing in them without additional research and advice that advisers can provide.

Some retail investors are discouraged by the impact that short-selling practices can have on illiquid junior stocks. This causes them to put their money elsewhere. Risk capital is now competing with cryptocurrency, betting platforms and, more recently, prediction markets, which are almost barrier-free and, in the case of betting wins, tax-free. Compare this with tax that is paid on capital gains.

There are federal measures we believe would stimulate investor participation in the junior markets, and the four most important are: first, eliminate capital gains tax on early stage public companies. These are companies that, I would say, have annual revenues below a certain level, maybe \$10 million. Second, allow the deferral of capital gains for other venture-listed companies where sale proceeds are reinvested in the market within one year, similar to the U.K. program. Third, extend the lifetime capital gains exemption currently available to Canadian private companies to Canadian public listed venture companies. And fourth, extend the flow-through share incentives available to resource companies to all early stage venture companies passing the tax write-offs to investors willing to put their capital at risk.

We also have some recommendations for our regulators.

We need to modernize the accredited investor rules and limit their applications. These rules do more harm than good. We currently exclude 95% of Canadians from participating in non-brokered financings. Investment advisers who are subject to Know Your Client, or KYC, rules already have a responsibility for investing their client's money in accordance with their defined investment objectives and risk tolerance. These rules are redundant. We also need to prohibit short selling for venture-listed securities that trade below a defined threshold. There may be exceptions for market makers and liquidity providers that must continue.

Also, we need to encourage greater retail client participation in new financings by establishing a minimum allocation for retail clients. Currently 100% of new issues can be taken up by institutional clients.

petits émetteurs, mais ils sont moins confiants à l'idée d'investir dans ces derniers sans les recherches et les conseils supplémentaires que les conseillers peuvent leur fournir.

Certains investisseurs particuliers sont dissuadés par l'impact que les pratiques de vente à découvert peuvent avoir sur les actions nouvelles non liquides, ce qui les incite à investir leur argent ailleurs. Le capital de risque est maintenant en concurrence avec la cryptomonnaie, les plateformes de paris et, plus récemment, les marchés de prédiction, qui sont presque sans barrières et, en cas de gains, exonérés d'impôt. Comparez ces taux à l'impôt payé sur les gains en capital.

Il existe des mesures fédérales qui, selon nous, pourraient stimuler la participation des investisseurs sur les marchés pour jeunes entreprises. Voici les quatre plus importantes. Premièrement, il faut éliminer l'impôt sur les gains en capital pour les sociétés ouvertes en démarrage. Il s'agit de sociétés dont le chiffre d'affaires annuel est inférieur à un certain seuil, peut-être 10 millions de dollars. Deuxièmement, il faut permettre le report des gains en capital pour d'autres sociétés inscrites en bourse de croissance lorsque les produits de la vente sont réinvestis sur le marché dans un délai d'un an, à l'instar du programme britannique. Troisièmement, en ce qui concerne l'exonération cumulative des gains en capital qui s'applique actuellement aux sociétés fermées canadiennes, il faut aussi l'accorder aux entreprises à risque qui sont cotées en bourse au Canada. Quatrièmement, il faut étendre les mesures incitatives entourant les actions accréditives qui sont offertes aux sociétés exploitantes de ressources à toutes les entreprises à risque en démarrage qui refilent les déductions fiscales aux investisseurs prêts à mettre leur capital en jeu.

Nous avons également quelques recommandations à faire concernant nos organismes de réglementation.

Nous devons moderniser les règles relatives aux investisseurs accrédités et en limiter l'application. Ces règles font plus de mal que de bien. À l'heure actuelle, nous empêchons 95 % des Canadiens de participer à des financements sans courtier. Les conseillers en placements qui doivent prendre des mesures de connaissance de la clientèle ont déjà la responsabilité d'investir l'argent de leurs clients conformément à leurs objectifs d'investissement définis et à leur tolérance au risque. Ces règles sont redondantes. Nous devons également interdire la vente à découvert des titres cotés en bourse de croissance qui se négocient en deçà d'un seuil défini. Il peut y avoir des exceptions pour les teneurs de marchés et les fournisseurs de liquidités qui doivent continuer.

De plus, nous devons encourager une plus grande participation des clients de détail aux nouveaux financements en établissant une allocation minimale pour eux. À l'heure actuelle, seuls les clients institutionnels peuvent acquérir les nouvelles émissions.

We believe these changes will significantly improve investor confidence and participation in junior capital markets.

I will turn it back now to Ms. Sinigagliese.

Ms. Sinigagliese: Thank you. We asked dealers that we represent what success would look like in junior capital markets. What they said was they wanted to see increased IPO activity and secondary financings. They wanted to see greater liquidity and better price discovery, but, most of all, what they wanted to see was a healthy pipeline of companies that go from start-ups to junior capital markets to senior markets. To them, that could bring more job creation in Canada and more wealth for all Canadians. When we asked them how do we get there, they said that everyone must work together. We're very happy to be here because we feel the Senate, Parliament, regulators, but also issuers, dealers and investors have to work together to implement solutions on different levels. We believe that the Senate is actually able to encourage fundamental changes in Canada. Thank you.

The Chair: Thank you for your opening remarks. We are happy as well that you are here this morning. You are at the core of our discussion. Thank you for sharing some solutions.

Colleagues, we have 60 minutes. I propose five minutes each for the question-and-answer, starting now with our vice-chair, Senator Varone.

Senator Varone: Thank you. Ms. Sinigagliese, you wrote a letter to the Ontario Securities Commission, and it was on the topic of CIX trading, as they call it. I found it interesting in terms of the points of view being offered and some of the novel concepts on fractional trading. My question is, will the implementation of the CIX trading platform enhance or impede access to capital for SMEs in Canada, considering the concerns that you've outlined in that letter regarding operational readiness, fractional trading, infrastructure and risk-market fragmentation, as noted by the stakeholders?

Ms. Sinigagliese: Thank you for the question. We believe that capital markets must be modernized in Canada. We are looking at the U.S. We see that they are going to tokenization. They may be there in two years, where tokenized securities will be traded on NASDAQ, NYSE and so on. We have to modernize our capital markets in Canada. In that letter, however, we did say that we did have some concerns. We need to ensure that, for our smaller capital markets, we make decisions that make sense for

Nous croyons que ces changements amélioreront considérablement la confiance et la participation des investisseurs aux marchés de capitaux pour jeunes entreprises.

Je vais maintenant redonner la parole à Mme Sinigagliese.

Mme Sinigagliese : Merci. Nous avons demandé aux courtiers que nous représentons à quoi ressemblerait le succès sur les marchés de capitaux pour jeunes entreprises. Ce qu'ils ont dit, c'est qu'ils voulaient voir une augmentation des émissions initiales d'actions et du financement secondaire. Ils souhaitaient qu'il y ait une plus grande liquidité et une meilleure détermination des prix, mais, surtout, ils voulaient voir une filière saine d'entreprises passant du statut de démarrage aux marchés de capitaux pour jeunes entreprises, puis aux marchés de premier plan. Selon eux, cela pourrait créer plus d'emplois au Canada et accroître la richesse de tous les Canadiens. Lorsque nous leur avons demandé comment y parvenir, ils ont répondu que tout le monde devait travailler ensemble. Nous sommes très heureux d'être ici parce que nous estimons que le Sénat, le Parlement, les organismes de réglementation, mais aussi les émetteurs, les courtiers et les investisseurs doivent se serrer les coudes pour mettre en œuvre des solutions à différents niveaux. Nous croyons que le Sénat est réellement en mesure d'encourager des changements fondamentaux au Canada. Merci.

Le président : Merci de votre déclaration liminaire. Nous sommes également ravis de votre présence ici ce matin. Vous êtes au cœur de notre discussion. Merci de nous avoir fait part de quelques solutions.

Chers collègues, nous disposons de 60 minutes. Je propose de vous accorder cinq minutes à chacun de vous pour poser vos questions et entendre les réponses, en commençant maintenant avec notre vice-président, le sénateur Varone.

Le sénateur Varone : Merci, madame Sinigagliese, vous avez écrit une lettre à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario au sujet du système de négociation CIX, comme on l'appelle. Je l'ai trouvée intéressante en raison des points de vue qui y sont présentés et de certains concepts novateurs sur la négociation fractionnée. Ma question est la suivante : la mise en œuvre de la plateforme de négociation CIX améliorera-t-elle ou entravera-t-elle l'accès au capital pour les PME au Canada, compte tenu des préoccupations que vous avez soulignées dans cette lettre concernant l'état de préparation opérationnelle, l'infrastructure et la fragmentation du marché des risques, comme l'ont fait remarquer les intervenants?

Mme Sinigagliese : Merci de la question. Nous croyons que les marchés financiers doivent être modernisés au Canada. Nous observons ce qui se passe aux États-Unis. Nous remarquons qu'ils s'orientent vers la jetonisation. D'ici deux ans, les titres jetonisés pourraient être inscrits au NASDAQ, à la bourse de New York, etc. Nous devons moderniser nos marchés financiers au Canada. Dans cette lettre, nous avons toutefois fait part de certaines préoccupations. Nous devons veiller à ce que, pour nos

Canadians. We believe that CIX trading is welcome in Canada. It is going to modernize what we do, but we would like to see more Canadian companies come up with this type of enterprise.

Senator Varone: For the benefit of my colleagues, can you expand on what fractional trading means?

Ms. Sinigaglia: Fractional trading is happening in the U.S. right now. Investors in the U.S. are participating. Instead of buying a very expensive stock, they can buy a portion of it at a cheaper price. It permits them to participate in an issuer that otherwise they would not have access to.

Senator Marshall: Thank you. Mr. Dale, I found it very interesting. You went through four suggestions, but they are all aimed at tax reform, isn't it? That wasn't my question; I just found that interesting. Maybe I am looking at this simplistically.

Is there a structured system whereby if someone has a half million dollars to invest, how do they access these junior companies? It seems like there is no structured process. If I had a half million dollars, I would be looking at the Toronto Stock Exchange and probably looking at the banks. What is the process if you want to access these smaller companies?

Mr. Dale: Thank you for the question. There is a great amount of difficulty right now in accessing the junior markets. It depends upon who you first talk to. If you talk to your bank, they are more likely to steer you to other products. If you have a larger account, then you will likely be placed with an adviser. That adviser may have access to the Toronto Stock Exchange, the TMX, but in most cases, stocks that are listed on the TSX Venture Exchange or the Canadian stock exchange will be unavailable to them. They won't be on the designated product shelf. If you would like to buy them, you might be granted an exception by their compliance departments.

It's difficult. There are some advisers who work for banks who are more demanding in terms of meeting their clients' needs, but it is an obstacle within a bank. Independent dealers fulfill more of that niche in the business, but increasingly, as I mentioned, even independent dealers are moving more to a wealth-management platform.

Senator Marshall: How do you change that? You want to encourage people to access these smaller companies. My experience has been that someone who has something on the go will call you or show up at your door and say, "I have this project on the go. Are you interested in putting in a couple

marchés financiers de plus petite taille, nous prenions des décisions judicieuses pour les Canadiens. Nous croyons que le système CIX Trading est le bienvenu au Canada. Il modernisera nos façons de faire, mais nous aimerions voir davantage d'entreprises canadiennes se lancer dans ce type d'entreprise.

Le sénateur Varone : Pour la gouverne de mes collègues, pouvez-vous expliquer plus en détail ce que signifie la négociation fractionnée?

Mme Sinigaglia : La négociation fractionnée est actuellement utilisée aux États-Unis à l'heure actuelle. Les investisseurs américains y participent. Au lieu d'acheter une action très coûteuse, ils peuvent en acheter une partie à un coût moindre. Ils peuvent ainsi investir dans une société émettrice à laquelle ils n'auraient autrement pas accès.

La sénatrice Marshall : Merci, monsieur Dale. J'ai trouvé cela très intéressant. Vous avez formulé quatre suggestions, mais elles visent toutes une réforme fiscale, n'est-ce pas? Je vois peut-être les choses de manière simpliste.

Un système structuré est-il en place pour que si une personne dispose d'un demi-million de dollars à investir, elle puisse accéder à ces petites entreprises? Il ne semble pas y avoir de système structuré. Si j'avais un demi-million de dollars, je me tournerais vers la Bourse de Toronto et probablement vers les banques. Quel est le processus à suivre si vous voulez accéder à ces entreprises de plus petite taille?

M. Dale : Merci de la question. Il est actuellement très difficile d'accéder aux petits marchés. Tout dépend de la personne à qui vous vous adressez en premier. Si vous vous adressez à votre banque, il sera plus susceptible de vous diriger vers d'autres produits. Si vous avez un compte plus important, on vous confiera probablement à un conseiller. Ce conseiller aura peut-être accès à la Bourse de Toronto, au TMX, mais dans la plupart des cas, les actions cotées à la Bourse de croissance TSX ou à la Bourse canadienne ne lui seront pas accessibles. Elles ne figureront pas dans les produits désignés. Si vous souhaitez les acheter, leur service de conformité pourra vous accorder une dérogation.

C'est difficile. Certains conseillers travaillent pour des banques qui sont plus exigeantes pour ce qui est de répondre aux besoins de leurs clients, mais c'est un obstacle au sein d'une banque. Les courtiers indépendants occupent davantage ce créneau dans le secteur, mais comme je l'ai mentionné, même eux s'orientent de plus en plus vers une plateforme de gestion du patrimoine.

La sénatrice Marshall : Comment peut-on changer cela? On veut encourager les gens à accéder à ces entreprises de plus petite taille. D'après mon expérience, quelqu'un qui a un projet vous appellera ou se présentera à votre porte pour vous dire : « J'ai un projet en cours. Seriez-vous intéressé à investir

hundred thousand dollars?” That’s just ad hoc. How do you change it so more people can access these smaller companies?

Mr. Dale: I think most of the recommendations are directed at that. There isn’t one simple solution to it. There are a number of regulatory changes that are required, but there also has to be incentives for investors who want to participate and are willing to write the cheques. That’s where some of the tax incentives come in. That helps derisk their investments or delay the taxes that they would otherwise pay, causing them to recycle that money in those markets more frequently.

Senator Marshall: Thank you.

Senator Fridhandler: I’m interested in how we break down the institutional education of our regulators, who are working with consumer protection legislation and believe that they have to put up gates so that people don’t lose their money and make it as difficult as they possibly can. That’s why 95% of the population doesn’t get to participate. Those who are wealthy enough, who are believed to be smarter and can look after themselves get to participate in all the private placements and the upside development of small companies.

You talked about the creditor-investor exemption and said it is archaic. The creditor-investor exemption for everyone in Canada is generally that you have to make \$200,000 pre-tax for the last two years and anticipate it for this year or with your spouse, \$300,000, have net liquid assets of \$1 million or net assets of \$5 million. If you have that, you can invest in all of these companies. If you don’t, you can’t put money in.

You’ve indicated that broker private placements because brokers have the KYC — know your client — they understand when they put someone in that the consumer is getting their protection. I don’t know if you’re advocating that there be no maximum amount someone can do, that it’s open season.

Then, for non-broker private placements, where a lot of them will knock on your door and say, “Put your money in my company,” would you advocate that we should be able to do that? Or should we have some ceilings and look at that but get rid of this oppressive consumer protection that the regulators exercise?

quelques centaines de milliers de dollars? » C’est un investissement ponctuel. Comment pouvez-vous changer cela pour qu’un plus grand nombre de personnes puissent accéder à ces petites entreprises?

M. Dale : Je pense que la plupart des recommandations vont dans ce sens. Il n’y a pas de solution simple à ce problème. Un certain nombre de changements réglementaires sont nécessaires, mais il faut également offrir des mesures incitatives aux investisseurs qui veulent participer et qui sont prêts à signer des chèques. C’est là où certaines des mesures incitatives fiscales entrent en jeu. Elles contribuent à réduire les risques liés à leurs investissements et à reporter les impôts qu’ils devraient normalement payer, ce qui les incite à réinvestir cet argent plus fréquemment sur ces marchés.

La sénatrice Marshall : Merci.

Le sénateur Fridhandler : J’aimerais savoir comment nous pouvons éliminer l’éducation institutionnelle de nos organismes de réglementation, qui travaillent avec la législation relative à la protection des consommateurs et estiment que des barrières doivent être érigées afin que les gens ne perdent pas leur argent, rendant ainsi le processus aussi difficile que possible. C’est pourquoi 95 % de la population ne peut pas participer. Ceux qui sont suffisamment riches, qui sont considérés comme plus intelligents et qui sont capables de se débrouiller seuls peuvent participer à tous les placements privés et à la croissance des petites entreprises.

Vous avez parlé de l’exemption pour les créanciers-investisseurs et vous l’avez qualifiée d’archaïque. L’exemption pour les créanciers-investisseurs au Canada s’applique généralement à toute personne qui a gagné 200 000 \$ avant impôts au cours des deux dernières années et qui prévoit gagner le même montant cette année, ou qui, avec son conjoint, a gagné 300 000 \$, possède des liquidités nettes d’une valeur d’un million de dollars ou des actifs nets d’une valeur de 5 millions de dollars. Si vous avez ces actifs, vous pouvez investir dans toutes ces entreprises. Si vous ne les avez pas, vous ne pouvez pas investir.

Vous avez signalé que les placements privés avec courtier sont possibles parce que les courtiers ont l’obligation de connaître leurs clients et comprennent que lorsqu’ils font des placements, le consommateur bénéficie d’une protection. Je ne sais pas si vous préconisez qu’il n’y ait pas de montant maximal, que le champ soit libre.

Ensuite, pour les placements privés sans courtier, où beaucoup d’entre eux viendront frapper à votre porte et vous diront, « Investissez dans mon entreprise », préconiseriez-vous que nous puissions le faire? Ou devrait-on fixer des plafonds et examiner cette question, mais se débarrasser de cette protection oppressante des consommateurs que les organismes de réglementation imposent?

Mr. Dale: Thank you, Senator Fridhandler. That's an excellent question, and the answer is complex.

As you say, the accredited investor rules are — a large majority — I would say 95% of Canadians are not participating in the non-brokered investments. However, investors at firms, at independent dealers, are introduced into those deals, and that's where the redundancy occurs. These accredited investor rules are layered on top of existing rules, and clients that would otherwise qualify for higher-risk investments, to some degree, are being excluded from those deals. In the process of being excluded, they are often also excluded from the benefits that are attached to deals, like warrants. The warrants are effectively an option that they can exercise in the future, at the same price that the issue was at, which rewards them for taking the risk.

The wealthier investors are able to access those warrants. The other 95% can buy those same securities on the stock market, if they have access, without the warrant but at the same price as the issue is being done. That's why I say it's harmful to investors. It penalizes less wealthy Canadians.

Senator C. Deacon: Thank you, Ms. Sinigaglia and Mr. Dale, for being here.

This is a really important topic. This is at the end stage of a successful company growth plan that has been hard to raise the money to get to that point. We see too many, as you pointed out, of our most promising companies exiting to the U.S. or going public in the U.S. because the challenges are so great here. That contrasts dramatically with the industry that I worked in the late 1970s to the end of the 1980s.

Mr. Dale, you spoke about the regulatory burden not just on the companies themselves that go public relative to staying private but on the dealers themselves and the relationships that they have. An op-ed with Ari Pades back in June pointed to the Big Six as being part of that and a change to the Bank Act in 1987 as being a pivotal or a hinge moment, as our Prime Minister likes to say, in this industry, what used to be my industry. I've seen it in the companies that I worked with before coming to the Senate.

Can you speak about that? I'm focused on a solution of deconsolidation of our financial sector because I just think there is too much control with six men behind six doors, and we don't get that competitive energy at the foundation of our economy. This is a lifeblood of our economy, and we just don't get it. If I could start with you, Mr. Dale.

M. Dale : Merci, sénateur Fridhandler. C'est une excellente question, et la réponse est complexe.

Comme vous le dites, les règles relatives aux investisseurs accrédités sont... une grande majorité des Canadiens, je dirais 95 %, ne participent pas aux investissements non négociés par un courtier. Toutefois, les investisseurs des sociétés et des courtiers indépendants participent à ces transactions, et c'est là où il y a de la redondance. Ces règles relatives aux investisseurs accrédités s'ajoutent aux règles existantes, et les clients qui autrement seraient admissibles à des investissements à plus haut risque sont exclus de ces transactions dans une certaine mesure. Par conséquent, ils sont souvent également privés des avantages liés à ces transactions, comme les bons de souscription. Les bons de souscription sont en fait une option qu'ils peuvent choisir dans le futur, au même prix que celui de l'émission, ce qui les récompense pour avoir pris le risque.

Les investisseurs les plus riches peuvent accéder à ces bons de souscription. Les 95 % restants peuvent acheter les mêmes actions sur le marché boursier, s'ils y ont accès, sans le bon de souscription, mais au même prix que celui de l'émission. C'est pourquoi je dis que cela nuit aux investisseurs. Cela pénalise les Canadiens moins fortunés.

Le sénateur C. Deacon : Merci, madame Sinigaglia et monsieur Dale, de votre présence ici.

C'est un sujet très important. Il s'agit de l'étape finale d'un plan de croissance d'entreprises prospères pour lequel il a été difficile d'amasser les fonds pour en arriver à ce stade. Comme vous l'avez fait remarquer, nous voyons trop de nos entreprises les plus prometteuses partir pour les États-Unis ou s'y introduire en bourse parce que les défis sont trop importants ici. Cela contraste fortement avec l'industrie dans laquelle j'ai travaillé de la fin des années 1970 à la fin des années 1980.

Monsieur Dale, vous avez évoqué le fardeau réglementaire qui pèse non seulement sur les entreprises qui s'introduisent en bourse par rapport à celles qui restent privées, mais aussi sur les courtiers et les relations qu'ils entretiennent. Dans un éditorial publié en juin dernier, Ari Pades a souligné que les six grandes banques faisaient partie de ce système et qu'une modification apportée à la Loi sur les banques en 1987 avait constitué un moment charnière, comme le premier ministre aime le dire, dans l'industrie, qui était celle dans laquelle je travaillais autrefois. Je l'ai constaté dans les entreprises avec lesquelles j'ai travaillé avant de devenir sénateur.

Pouvez-vous en parler? Je me concentre sur une solution pour déconcentrer notre secteur financier, car je pense simplement qu'il y a trop de contrôle accordé à six hommes derrière six portes, et nous ne bénéficions pas de cette énergie concurrentielle qui est à la base de notre économie. C'est le moteur de notre économie, et nous ne le comprenons tout simplement pas. J'aimerais commencer avec vous, monsieur Dale.

Mr. Dale: Thank you, senator.

Yes, I agree 100%. Our financial industry is highly concentrated within the six large banks. More than 90% of Canadian wealth is managed by those six banks, and not just their wealth, but also loan portfolios extend to the same companies that are looking for capital or considering going public. Their banking relationships with those clients often dictate how they go public or whether they qualify to go public.

I agree. There is far too much power within the banks. Companies like ours are operating as a niche business in Canada, and it's becoming more and more difficult to remain in that business with the regulations that are following.

Senator C. Deacon: Ms. Sinigagliese, can you give me some sense of the shrinkage in the industry? When I go back to the 1980s and the number of independent dealers, they were owner-operated businesses. The people taking the risks were investing the money in the company.

Now we've got a handful who are really having trouble participating in capital markets, as Mr. Dale mentioned, and are being regulatorily squeezed. Can you give us some sense of the parameters of how that shrinkage has occurred?

Ms. Sinigagliese: Right now in Canada, we probably have, at maximum, 150 independent dealers. About 100 of those will service the retail investor, and that's it.

Out of our 42 members at CIFIC, we only had 20 that participated in the junior capital markets and these types of deals. That's why we are here to raise awareness.

Senator C. Deacon: How would the size of their activity in the whole ecosystem of capital deals compare to what is being dominated by the banks? It's single digits.

Ms. Sinigagliese: Probably. I don't have the number, but yes.

Senator C. Deacon: I'd love it if you could forward that information to the clerk after the meeting, any evidence you have in that regard. I would really appreciate it.

Ms. Sinigagliese: Perfect. Will do.

Senator Loffreda: My question is for both witnesses. Thank you, Ms. Sinigagliese and Mr. Dale, for being here. I'll continue on that topic but take another tangent to what we're discussing.

M. Dale : Merci, sénateur.

Oui, je suis tout à fait d'accord. Notre industrie financière est très concentrée dans les six grandes banques. Plus de 90 % de la richesse canadienne est gérée par ces six banques, et pas seulement la richesse, mais aussi les portefeuilles de prêts qui s'étendent aux mêmes entreprises qui cherchent des capitaux ou envisagent d'entrer en bourse. Leurs relations bancaires avec ces clients dictent souvent la manière dont elles entrent en bourse ou si elles sont admissibles à le faire.

Je suis d'accord. Les banques disposent de beaucoup trop de pouvoirs. Des entreprises comme la nôtre exercent leurs activités dans un créneau très précis au Canada, et il est de plus en plus difficile de rester dans ce secteur avec les règlements qui sont instaurés.

Le sénateur C. Deacon : Madame Sinigagliese, pouvez-vous me donner une idée de l'ampleur du rétrécissement de l'industrie? Si je repense aux années 1980 et au nombre de courtiers indépendants, il s'agissait d'entreprises exploitées par leur propriétaire. Les personnes qui prenaient les risques investissaient dans l'entreprise.

Comme M. Dale l'a mentionné, il y a maintenant quelques intervenants qui ont beaucoup de mal à participer aux marchés financiers et qui sont soumis à des contraintes réglementaires. Pouvez-vous nous donner une idée des paramètres qui ont mené à ce rétrécissement?

Mme Sinigagliese : À l'heure actuelle au Canada, nous comptons probablement au plus 150 courtiers indépendants. Une centaine d'entre eux offrent leurs services aux investisseurs particuliers, et c'est tout.

Sur les 42 membres du CIFIC, seuls 20 ont participé aux petits marchés financiers et à ce type de transactions. C'est pourquoi nous sommes ici pour sensibiliser le public.

Le sénateur C. Deacon : Comment la taille de leur activité dans l'ensemble de l'écosystème des transactions financières se compare-t-elle à ce qui est dominé par les banques? C'est sous la barre de la dizaine.

Mme Sinigagliese : Probablement. Je n'ai pas le chiffre, mais oui.

Le sénateur C. Deacon : Je vous serais reconnaissant de bien vouloir transmettre cette information au greffier après la réunion, ainsi que toute autre donnée à cet égard. Je vous en serais très reconnaissant.

Mme Sinigagliese : Parfait. Je le ferai.

Le sénateur Loffreda : Ma question s'adresse aux deux témoins. Merci, madame Sinigagliese et monsieur Dale, d'être ici. Je vais poursuivre sur ce sujet, mais je vais l'aborder sous un autre angle que celui dont nous discutons.

Is going public still a viable growth path for Canadian SMEs, or has it become too complex and costly? Are we losing promising Canadian firms because going public domestically is no longer attractive? You've raised some of those concerns.

Economic sovereignty is a concern. Are we at risk of becoming a farm system for foreign acquirers of Canadian innovation? They do go public, and I've raised it before. Fidelity Investments has \$4.5 trillion of assets under management. Even the banking system doesn't compete with that. I think it's \$3 trillion in Canada.

Would stronger domestic institutional investment mandates make a difference? Could you name two barriers preventing SMEs from listing in Canada, and is there anything we can do on policy or instituting financial measures to help out with those concerns? I think they're important concerns.

Ms. Sinigaglia: I will speak on my own behalf on this one. Unfortunately, I don't think that we have an environment in Canada where companies can flourish easily. Like I mentioned during the opening remarks, when we went to our dealers and asked what we needed to do at this point, they said we all have to work together.

Universities have to get involved and develop the talent. Further than that, businesses have to create the opportunities, and then, in turn, the community has to support these businesses. There is definitely a lot that we could be doing going forward.

Mr. Dale: As I mentioned earlier, the retail investor has been instrumental in supporting start-up businesses in Canada in terms of those that go public, but it is a hurdle to get there and difficult as a firm to find clients willing to write the cheques for high-risk ventures.

The alternative to retail investors are institutional investors in Canada. There are very few long funds in Canada that participate in the venture markets. There are a couple in mining. Spratt is one that comes to mind, but largely in most sectors, we're void of any institutional investors that participate in the junior capital markets.

Our pension funds are too large to have any interest in the junior markets. If they were to invest even 3% of their capital in the junior markets, they would need a team of people following those companies that would probably be equivalent to the size of their team that would follow the other 97% of their

L'entrée en bourse est-elle une option viable pour la croissance des PME canadiennes, ou est-elle devenue trop complexe et coûteuse? Perdons-nous des entreprises canadiennes prometteuses parce que l'introduction en bourse au niveau national n'est pas attrayante? Vous avez soulevé certaines de ces préoccupations.

La souveraineté économique est une préoccupation. Risquons-nous de devenir un système agricole pour les acquéreurs étrangers d'innovations canadiennes? Ils sont cotés en bourse, et j'ai déjà soulevé cette question. Fidelity Investments gère 4,5 billions de dollars d'actifs. Même le système bancaire ne peut pas rivaliser avec cela. Je pense que c'est 3 billions de dollars au Canada.

Des mandats nationaux en matière d'investissements institutionnels plus rigoureux feraient-ils une différence? Pourriez-vous énumérer deux obstacles qui empêchent les PME de s'introduire en bourse au Canada, et y a-t-il des politiques et des mesures financières que nous pourrions instaurer pour aider à régler ces préoccupations? Je pense que ce sont des préoccupations importantes.

Mme Sinigaglia : Je vais parler en mon nom à ce sujet. Malheureusement, je ne pense pas que nous ayons un environnement au Canada où les entreprises peuvent prospérer facilement. Comme je l'ai mentionné dans ma déclaration liminaire, lorsque nous avons demandé à nos courtiers ce que nous devrions faire à ce stade, ils ont dit que nous devons tous travailler ensemble.

Les universités doivent participer et former de nouveaux talents. Par ailleurs, les entreprises doivent créer des possibilités, puis les communautés doivent à leur tour soutenir ces entreprises. Il y a certainement beaucoup de mesures que nous pourrions prendre à l'avenir.

M. Dale : Comme je l'ai mentionné plus tôt, les investisseurs particuliers ont apporté un soutien déterminant aux entreprises en démarrage au Canada qui sont allées en bourse, mais il y a d'importants obstacles pour y arriver, et en tant qu'entreprise, il est difficile de trouver des clients prêts à délier les cordons de la bourse pour des entreprises à risque élevé.

Au Canada, la solution de rechange aux investisseurs particuliers, ce sont les investisseurs institutionnels. Il existe très peu de fonds à long terme au Canada qui participent aux marchés du capital de risque. On en compte deux ou trois dans le secteur minier. Je pense ici à Spratt, mais dans la plupart des secteurs, nous n'avons pas d'investisseurs institutionnels qui participent aux marchés des actions ordinaires.

Nos caisses de retraite sont trop importantes pour avoir un intérêt quelconque dans les petits marchés. Si elles n'investissaient que 3 % de leur capital dans les marchés juniors, l'effectif requis pour faire un suivi de ces entreprises serait probablement aussi important que l'effectif nécessaire pour

investment. It's not practical for them to do that. It's a structural issue we're facing in our marketplace, and it's a difficult one for us to recover from. I'm sorry, I don't really have a solution to that one.

Senator Loffreda: Thank you.

Senator Yussuff: Thank you for being here. We have data to tell us what the problem is in terms of what SMEs are facing in the country. The bigger question is how we get to a place that we could make some recommendations.

I'll start with the first obvious to me. There is always a tendency to compare us to Americans. We are 40 million people; there is no comparison, to be very blunt about it. In addition to that, we have, essentially, 11 regulators trying to manage their own security exchange in whatever fashion they decide. Jim Flaherty was the last one trying to bring them together and was beat up pretty bad. He finally gave up and said, "I'm not doing this anymore because we can't get there."

In the context of the challenge we face, we can't do one thing at the federal level without the provinces reciprocating because that's where most of the SMEs are located across the country. If we're trying to do something really constructive and helpful for SMEs, how can we bridge this gap between the federal government and the provinces? They have a joint role in trying to mitigate the challenge we face if we're going to grow the economy of the country but also help SMEs meet the challenge of getting capital from the market.

Mr. Dale: You raise a good point. Canada has 13 commissions, including the territories, but we do have an umbrella organization, the Canadian Securities Administrators, that oversees the rule making from those commissions. Many of the national instruments have universal application, so I'll start there.

We have a passport system in Canada that has been endorsed by 12 of the 13 jurisdictions; Ontario is the exception. Unfortunately, one jurisdiction, Ontario, is also 50% of the market, so it's a pretty significant gap in terms of participation.

The U.S. market has the SEC, but they also have 50 states that also have some input into how securities regulations are enforced in the U.S. It is different but not entirely different. It is complicated and time-consuming. In addition to CIFIC, I am involved as an adviser to some of the other bodies in Canada.

les 97 % restants. Pour elles, ce n'est donc pas pratique. Il s'agit d'un problème structurel auquel nous sommes confrontés dans notre marché, et il est difficile de s'en sortir. Je suis désolé, je n'ai pas vraiment de solution à cela.

Le sénateur Loffreda : Merci.

Le sénateur Yussuff : Je vous remercie de votre présence. Nous avons des données qui révèlent les problèmes auxquels les PME canadiennes sont confrontées. La grande question, c'est de savoir comment arriver à formuler des recommandations.

Je vais commencer par le premier constat. On a toujours tendance à se comparer aux Américains. Notre population est de 40 millions de personnes. Très franchement, il n'y a pas de comparaison possible. En outre, nous avons essentiellement 11 organismes de réglementation des valeurs mobilières qui prennent leurs propres décisions. Jim Flaherty, le dernier à essayer de les regrouper, a eu maille à partir avec eux. Il a fini par abandonner, en disant : « Je ne ferai plus de tentatives à cet égard, car c'est impossible. »

Dans le contexte du défi que nous devons relever, nous ne pouvons pas prendre une mesure au fédéral sans que les provinces emboîtent le pas, car c'est d'elles que relèvent la plupart des PME au pays. Si nous voulons agir de façon réellement constructive et utile pour les PME, comment pouvons-nous combler l'écart entre le gouvernement fédéral et les provinces? Ils ont un rôle à jouer, conjointement, pour atténuer le problème auquel nous sommes confrontés, si nous voulons faire croître l'économie canadienne, mais aussi aider les PME à surmonter les difficultés d'obtenir des capitaux sur le marché.

M. Dale : Vous soulevez un bon point. Le Canada compte 13 commissions, en incluant les territoires, mais nous avons un organisme-cadre — les Autorités canadiennes en valeurs mobilières — qui supervise l'élaboration des règles de ces commissions. Bon nombre des instruments nationaux sont d'application générale, alors je vais commencer par là.

Au Canada, nous avons un système de passeport qui a été approuvé par 12 des 13 administrations; l'Ontario est l'exception. Malheureusement, une province — l'Ontario — représente également 50 % du marché, ce qui constitue un écart assez important sur le plan de la participation.

Le marché américain a la SEC, mais les 50 États ont également voix au chapitre quant à l'application de la réglementation sur les valeurs mobilières aux États-Unis. C'est différent, mais pas entièrement. C'est un processus complexe et chronophage. En plus du CIFIC, je suis conseiller auprès d'autres organismes au Canada.

Some of the exceptions we have in Canada are very difficult for dealers to operate with. It would certainly be nice if Ontario decided to join the passport system, and through that then I think you would be able to eventually harmonize more of the rules.

Ms. Sinigagliese: One thing that we thought would be beneficial for dealers would be for adviser registration. Right now each adviser has to register in each province where they have clients, and that's \$2,000 to \$4,000 per jurisdiction per year. That licence is very expensive, so maybe that's something we could take a look at as well.

Senator Yussuff: Credit unions play an important role because they're local, small and nimbler. They understand their clients because there is a unique aspect to their business. How can you differentiate between what the credit unions do in helping SMEs versus what we're dealing with in the big banks at the national level?

Ms. Sinigagliese: I could talk a bit about Desjardins that has their *capital de risque* where they support regional businesses, and retail investors can actually invest and receive a tax credit at the end of the year. That has been around for at least 20 years, so these are the types of incentives that we could put forward.

The Chair: Thank you. It's interesting because the government wants to eliminate barriers between provinces, but we have some angels that we have to consider because it is not the federal government's decision. It is a Government of Ontario decision, so this is something. Perhaps I could work on that with my former trade economic colleague, former minister from Ontario, Senator Papatello.

Senator Ringuette: Mr. Dale, you mentioned a U.K. program that seems to be very well received and meeting the goals. Could you elaborate on this program?

Mr. Dale: To put it as simply as possible, if you sell a junior security in the U.K., the sale proceeds can be reinvested in other qualifying junior securities within a year and defer paying the capital gains tax. You will pay it eventually, but by reinvesting those proceeds, you're not eliminating tax dollars in your next investment.

Senator Ringuette: We've talked a lot about investors moving to the junior market and how to achieve that to create a certain pool, but what is the process for an SME to access the junior market? Fundamentally, we are looking for small- and medium-sized businesses to have access to funding.

Certaines exceptions qui existent au Canada sont très difficiles à appliquer pour les courtiers. Si l'Ontario décidait d'adhérer au système de passeports, ce serait certainement une bonne chose, car cela vous permettrait d'harmoniser les règles davantage.

Mme Sinigagliese : Nous avons pensé que l'enregistrement des conseillers pourrait être avantageux pour les courtiers. À l'heure actuelle, les conseillers sont tenus de s'enregistrer dans chaque province où ils ont des clients, ce qui représente un coût annuel de 2 000 à 4 000 \$ par province ou territoire. Ce permis est très coûteux. C'est donc un aspect que nous pourrions aussi examiner.

Le sénateur Yussuff : Les coopératives de crédit jouent un rôle important : elles sont locales, petites et plus souples. Elles comprennent leur clientèle en raison du caractère unique de leurs activités. Selon vous, quelle est la différence entre ce que font les coopératives de crédit pour aider les PME et ce à quoi nous avons affaire dans le cas des grandes banques à l'échelle nationale?

Mme Sinigagliese : Je pourrais parler brièvement de Desjardins, qui a du capital de risque pour soutenir les entreprises en région. Les investisseurs particuliers peuvent investir, puis recevoir un crédit d'impôt à la fin de l'année. C'est en place depuis au moins 20 ans. Voilà donc le genre de mesure incitative que nous pourrions proposer.

Le président : Merci. C'est intéressant, car le gouvernement veut éliminer les obstacles entre les provinces, mais il y a une intervention divine à considérer, car la décision n'appartient pas au gouvernement fédéral, mais au gouvernement de l'Ontario. Donc, c'est un aspect. Je pourrais peut-être travailler sur le dossier avec ma collègue et ancienne ministre du Développement économique et du Commerce de l'Ontario, la sénatrice Papatello.

La sénatrice Ringuette : Monsieur Dale, vous avez parlé d'un programme britannique qui semble fort très bien accueilli et qui atteint les objectifs énoncés. Pourriez-vous en dire davantage à ce sujet?

M. Dale : Pour dire les choses le plus simplement possible, si vous vendez une valeur mobilière de rang inférieur au Royaume-Uni, le produit de la vente peut être réinvesti dans d'autres valeurs mobilières de rang inférieur admissibles dans l'année qui suit, ce qui permet de reporter l'impôt sur les gains en capital. Vous ne pouvez pas éviter l'impôt complètement; vous devrez éventuellement le payer, mais en réinvestissant le produit de la vente, vous pouvez le reporter à votre prochain investissement.

La sénatrice Ringuette : Nous avons beaucoup parlé des investisseurs qui se tournent vers le marché junior et des façons de créer un bassin. Comment une PME peut-elle accéder au marché junior? Fondamentalement, nous cherchons à permettre aux petites et moyennes entreprises d'accéder au financement.

Mr. Dale: The process typically involves the SME finding an intermediary that would be willing to support them and take them to a public listing. So a firm like ours, like Leede, we are quite involved in that. Historically, we have been more active than in recent times because it has been more difficult to find investors willing to open up their wallets. But the process is that we would work with the company and the exchange to get them listed on the market. It used to be an IPO, an initial public offering, and there is additional protection for investors through the due diligence process that's conducted in understanding the company and in ensuring that all the key components are in place for them to have a chance at being successful.

More recently, IPOs are being avoided, and a lot of companies are listed in other ways through either existing listings, reverse takeovers or other manners of obtaining a listing. Again, there are many tasks to it, but it takes time and it costs a lot of money.

Often, delays in obtaining a listing will require a company to refresh their audited statements, for example, and that's just one example where costs can skyrocket. These are companies that don't have a lot of capital at the time.

Senator Papatello: It's very interesting to listen to your comments. I have a question about government programs. I think, always, but in particular the last 10 years that I've watched more closely, they have come up with grant or loan programs specifically designed for innovative small companies to grow and try to find that gazelle, all this terminology with animals. I'm curious, though, about the regulatory part that you spoke of. It was always on the side of the investor how difficult it is to make the investment and how we could make that easier for them. Senator Fridhandler talked about those who aren't in a big game that the amount of paperwork just to become an investor, even on a small scale, is too daunting.

If it were from the government's perspective trying to hand money to a small start-up where there is a high risk, they ask questions like, we need to see your last five years of financial statements. Well, we haven't been here for five years. Or very credible individuals who are starting a new business so that business does not have those five years. You can appreciate the government perspective; whatever they're going to do with their money, there will be a high level of scrutiny, so they need to be very sure, and they can't be shown to be failing with these investments. When we have seen that, it's always a disaster for the government.

M. Dale : Voici comment cela fonctionne habituellement : la PME trouve un intermédiaire qui est prêt à l'accompagner dans sa démarche pour s'inscrire en bourse. Donc, une société comme Leede est très active sur ce plan. Dans le passé, nous avons été plus actifs que depuis quelque temps; il est en effet plus difficile de trouver des investisseurs prêts à ouvrir leur portefeuille. Cela dit, le processus consiste à travailler avec l'entreprise et la bourse en vue d'inscrire l'entreprise sur le marché. Auparavant, il s'agissait de lancer un premier appel public à l'épargne, ou PAPE, et les investisseurs bénéficiaient d'une protection supplémentaire grâce au processus de diligence raisonnable qui était mené pour comprendre l'entreprise et veiller à ce que tous les éléments importants nécessaires à sa réussite soient en place.

Plus récemment, on tend à éviter les premiers appels publics à l'épargne, et beaucoup de sociétés se retrouvent cotées en bourse par d'autres moyens, comme les inscriptions existantes, les prises de contrôle inversées, et cetera. Encore une fois, il y a beaucoup d'étapes pour y parvenir, et c'est un processus chronophage et très coûteux.

Les retards dans l'obtention de la cotation en bourse obligent souvent les sociétés à mettre à jour leurs états financiers vérifiés, par exemple. Ce n'est qu'un exemple où les coûts peuvent monter en flèche. Il s'agit de sociétés qui n'ont pas beaucoup de capital à ce moment-là.

La sénatrice Papatello : Vos commentaires sont très intéressants. J'ai une question au sujet des programmes gouvernementaux. Je pense que depuis toujours, mais en particulier ces 10 dernières années, que j'ai suivies de plus près, le gouvernement a mis en place des programmes de subventions ou de prêts spécialement conçus pour aider les petites entreprises innovantes à croître et essayer de trouver la fameuse gazelle, pour employer une des métaphores sur les animaux. Toutefois, je m'interroge au sujet du volet réglementaire, dont vous avez parlé. On tendait toujours à regarder du côté de l'investisseur pour trouver des façons de faciliter l'investissement. Le sénateur Fridhandler a parlé des petits investisseurs et du fait que la multitude de formalités administratives requises pour devenir un investisseur, même à petite échelle, est trop décourageante.

Du point de vue du gouvernement, s'il s'agissait de donner de l'argent à une petite entreprise en démarrage qui présente un risque élevé, il demanderait notamment à voir ses états financiers des cinq dernières années. Eh bien, il se peut que l'entreprise n'existe même pas depuis cinq ans. Il pourrait s'agir de personnes très crédibles qui démarrent une nouvelle entreprise, de sorte que l'entreprise n'a pas cinq ans d'états financiers. Le point de vue du gouvernement est compréhensible : quoi qu'il fasse des deniers publics, il sera sous haute surveillance. Il a donc besoin de certitude, et ces investissements ne doivent pas s'avérer des échecs. Quand cela arrive, c'est toujours la catastrophe pour le gouvernement.

How do you approach that where you know it's high risk? You're taking care of your investors as well in that space and have to gauge for that. From a government perspective, what do they do? It's typically partnering, for example, so that they see other investors they're in or their investment is going to leverage other investors so you're sharing the risk.

What advice would you have on the programs that exist that you might already be aware of when it comes to risk for government and red tape or regulatory barriers with these programs?

Mr. Dale: Well, I'm going to start off by saying I'm not an expert in the government programs that exist today. I have a general awareness of a number of them — a scientific research program, for example — and a lot of those programs do a lot of good things for start-up companies.

Unfortunately, what they don't do is guarantee those companies stay in Canada once they do get to some level of success. My view would be that, rather than place more money into these programs, let investors decide by giving them some incentives to invest in companies, and hopefully through that mechanism, more of them will list in Canada on the public markets here.

Ms. Sinigaglia: Maybe something that some of our dealers said because, as you know, I just ask our dealers what they think, and I bring it forward. They said that for a lot of the government support programs, support should be given based on the size of a business and not whether a company is private or public. They were saying that there are a lot of government programs for private companies, but then a company becomes public, and it's much harder for them at that point. That's also when they have to look for their auditors; it's more expensive. And because the junior market is shrinking — I'm coming back to your question from before — they're having a hard time finding securities lawyers, for example, to support their businesses. It gets hard once you become public, so we need to look at that as well.

Senator Papatello: Have you seen that trend of public companies reverting to private? I mean, you hear the discussion of it, but is there data that backs up — there is a growth in that, in that they are actually getting out of that public market?

Mr. Dale: Again, I don't have data with me to answer that question. I think you will have a witness in the future that would probably be able to answer that question much better than I. Richard Carleton with the Canadian Securities Exchange probably has some data on that.

Quelle approche adoptez-vous lorsque vous savez que les risques sont élevés? Dans cet espace, vous devez veiller aux intérêts de vos investisseurs. Cela fait partie de l'équation. Que fait le gouvernement? Il s'agit habituellement d'établir des partenariats avec d'autres investisseurs, par exemple, ce qui a un effet de levier. Le risque est donc partagé.

Concernant les programmes existants, que vous connaissez peut-être déjà, quels seraient vos conseils au sujet des risques pour le gouvernement, des formalités administratives ou des obstacles réglementaires liés à ces programmes?

M. Dale : Eh bien, je dirai d'abord que je ne suis pas un spécialiste des programmes gouvernementaux qui existent aujourd'hui. J'ai une connaissance générale sur certains programmes, notamment un programme de recherche scientifique, et bon nombre de ces programmes sont fort utiles aux entreprises en démarrage.

Malheureusement, ces programmes ne garantissent pas que ces entreprises resteront au Canada lorsqu'elles connaîtront un certain succès. À mon avis, au lieu d'injecter plus d'argent dans ces programmes, il faut laisser les investisseurs décider en offrant des mesures incitatives à l'investissement dans les entreprises, en espérant que ce mécanisme incite plus d'entreprises à s'inscrire sur les marchés publics canadiens.

Mme Sinigaglia : Je mentionnerais les commentaires de nos courtiers, car je les ai consultés à ce sujet, comme vous le savez. Selon eux, l'aide offerte dans le cadre de beaucoup de programmes d'aide gouvernementaux devrait être accordée en fonction de la taille de l'entreprise et non selon qu'il s'agit d'une société privée ou cotée en bourse. Ils ont mentionné qu'il existe beaucoup de programmes gouvernementaux pour les sociétés privées, mais les choses se compliquent considérablement lorsqu'elles deviennent cotées en bourse. C'est aussi à ce moment-là qu'elles doivent faire appel à des vérificateurs; cela coûte plus cher. Et comme le marché junior se contracte — je reviens à votre question de tout à l'heure —, elles ont de la difficulté à trouver des avocats spécialisés en valeurs mobilières, par exemple, pour appuyer leurs activités. Les choses deviennent difficiles lorsqu'une entreprise devient cotée en bourse, et c'est un aspect qu'il faut aussi examiner.

La sénatrice Papatello : Avez-vous constaté cette tendance au retour au privé de sociétés cotées en bourse? Ce que je veux dire, c'est que l'on en entend parler, mais y a-t-il des données qui confirment... Est-ce que ce phénomène prend de l'ampleur? Les entreprises se retirent-elles vraiment de la bourse?

M. Dale : Encore une fois, je n'ai pas de données avec moi pour répondre à cette question. Je crois savoir que vous accueillerez un témoin qui pourra sans doute répondre à cette question beaucoup mieux que moi. M. Richard Carleton, de la Bourse des valeurs canadiennes, a probablement des données à ce sujet.

We do see companies that are listed drop their listings, and often that's because the cost of staying public is just too high for them. It can be anywhere from \$1 million to \$2 million a year to maintain a public listing. And it's also the time it takes a senior management team to conduct all the reporting, all of the monitoring that's required, even completing your annual audits and all the information you need to compile for the MD&A and the notes to the financial statements is a daunting task for a lot of smaller companies.

Senator Wallin: We've heard much testimony in front of this committee about the lack of incentives for companies to go private with government funds or to extend funding to issues like post the first year, post the second year. So when you talk about incentivizing investors to play the long game, you mentioned the U.K. plan, you mentioned flow-through shares, which I would like to hear from you on, and what industries, other than energy, do you think that would apply to and if there are other incentives that you have in the back of your mind? Thank you.

Mr. Dale: Well, thank you for the question. With respect to the flow-through incentives, currently they're available largely to resource companies, which includes energy and mining companies, but there are a number of companies that have a long build-out time in terms of developing their assets that don't have access to that program. These are pre-revenue companies that require continuous injections of capital so that they can continue to build those assets. This would, for example, be companies that are involved in pharma and are developing drugs, which is very common, particularly in Quebec but also in B.C. and other parts of our country.

There are ag tech companies that are developing very novel and important new technologies that are important to our future of agriculture in Canada. Again, those take years to develop and get approval for and get sales coming in through their doors for them. Those are the industries that come to mind, but there are many industries that have long pre-revenue periods where they're spending money not earning money.

Senator Wallin: Just other incentives that the government could and should employ in the distribution of funds?

Mr. Dale: I'm a free market person by nature, which is what's drawn me to this business, I suppose. I like to place the decision making in the hands of investors, and the more that we can encourage that, the better. With a high-risk sector like the junior capital markets where you can suffer a lot of losses for the occasional, larger gains that you have, I think having the same

Nous voyons des entreprises cotées en bourse se retirer. Souvent, c'est simplement parce que les coûts du maintien en bourse sont trop élevés pour elles. On parle de 1 à 2 millions de dollars par année. À cela s'ajoute le temps qu'il faut à une équipe de la haute direction pour produire tous les rapports, effectuer toute la surveillance requise, même mener les audits annuels et compiler tous les renseignements nécessaires pour le rapport de gestion et consigner les notes aux états financiers. Il s'agit d'une tâche titanesque pour beaucoup de petites entreprises.

La sénatrice Wallin : Le comité a entendu maints témoignages au sujet du manque de mesures incitatives pour encourager les entreprises à se privatiser à l'aide de fonds publics ou à prolonger leur financement au-delà de la première ou de la deuxième année. Donc, parlant d'inciter les investisseurs à penser à long terme, vous avez mentionné le plan du Royaume-Uni, les actions accréditives. J'aimerais vous entendre à ce sujet. Selon vous, à quels secteurs cela s'appliquerait-il, outre l'énergie? Pensez-vous à d'autres mesures incitatives? Merci.

M. Dale : Eh bien, je vous remercie de la question. Actuellement, les mesures incitatives liées aux actions accréditives sont surtout offertes aux entreprises du secteur des ressources, ce qui comprend les sociétés énergétiques et minières, mais plusieurs entreprises qui ont besoin de beaucoup de temps pour développer leurs actifs n'ont pas accès à ce programme. Il s'agit d'entreprises qui n'ont pas encore généré de revenus et qui ont besoin d'injecter continuellement des capitaux pour continuer à bâtir ces actifs. Il s'agirait, par exemple, d'entreprises du secteur pharmaceutique qui mettent au point des médicaments, ce qui est très courant, en particulier au Québec, mais aussi en Colombie-Britannique et dans d'autres régions du pays.

Il y a des entreprises du secteur des technologies agricoles qui mettent au point de nouvelles technologies très importantes et novatrices qui ont un rôle clé à jouer pour l'avenir de l'agriculture au Canada. Encore une fois, il faut des années pour les mettre au point, obtenir les autorisations nécessaires et passer à la commercialisation. Ce sont les industries qui me viennent à l'esprit, mais beaucoup de secteurs traversent de longues périodes sans réaliser de revenus. Donc, ils dépensent de l'argent et ne gagnent pas d'argent.

La sénatrice Wallin : Pouvez-vous mentionner d'autres mesures incitatives auxquelles le gouvernement pourrait et devrait recourir pour distribuer du financement?

M. Dale : Fondamentalement, je suis un partisan du libre marché, et c'est ce qui m'a attiré dans ce domaine, je suppose. J'aime laisser les investisseurs prendre les décisions, et plus nous pouvons les encourager à le faire, mieux c'est. Dans un secteur à haut risque comme le marché des actions ordinaires, où l'on peut subir des pertes importantes pour obtenir occasionnellement des

tax formula for your gains in that sector that you would on dividend-paying stock just doesn't make sense to me. If you can derisk the decision making for the investor, that would do a lot.

Senator Wallin: Thank you.

The Chair: Maybe before moving to the second round, I would have a question. A lot of capital is concentrated with the banks, and we have big pension funds as well, and you mentioned too big, maybe, at some point. I know it's important that pension funds remain independent, so it's not politicians who would decide which company to invest in and which sector and even which country. Any suggestions regarding that? Do you have any experience with other countries with such concentration and any solution? Assuming that we break it into three categories or whatever remain independent, is it something that will solve something? Or not really at the end of the day because it's up to them to decide whether to invest in which sector or which company. Are there some avenues that we have to explore, or would it be a bad idea?

Mr. Dale: Thank you for that question, but I would have to say that's a little bit outside the area of my expertise. I would say, though, that in Canada, even on the TMX, there are probably only 60 companies that I would legitimately say are not SMEs by world standards. Most of our Canadian companies are very small companies. When you have large funds, the nature of the amount of capital that they invest, they have to diversify their investments, but they're limited to how much diversification they can achieve in Canada. So I think it's very difficult to limit their ability to invest in other countries or in other markets without a detriment to the beneficiary of those pensions: our Canadian retirees or others who are counting on that money in the future.

The Chair: Thank you.

Senator Varone: This question is for you, Mr. Dale. In one of your recommendations, you talked about short-selling and putting limits or guardrails on that. Can you elaborate on that comment?

Mr. Dale: Yes. Thank you for that question. You know, short-selling has become a greater phenomenon in the last several years, and in some ways it has been abusive, in particular, to illiquid companies, many of which are companies listed on the junior stock exchange. So short sellers are required to cover their short positions by having access to the securities to cover it if called upon. In many cases, they're using warrants that they hold that are not traded to cover that short position. Again, in many cases, those warrants are exercisable at a price that's below the market. I think that's something that should be looked

gains plus importants, employer la même formule d'imposition pour les gains obtenus dans ce marché que pour les actions versant des dividendes me paraît tout simplement illogique. Si l'on peut réduire le risque lié à la prise de décisions pour l'investisseur, ce serait très utile.

La sénatrice Wallin : Merci.

Le président : Avant d'entamer la deuxième série de questions, j'aurais peut-être une question. Beaucoup de capitaux sont concentrés dans les banques, et nous avons aussi de grands fonds de pension — vous avez dit qu'ils étaient peut-être même trop gros. Je sais qu'il est important que les fonds de pension demeurent indépendants, pour que ce ne soit pas les politiciens qui décident dans quelle entreprise, dans quel secteur et même dans quel pays investir. Avez-vous des suggestions à ce sujet? Connaissez-vous bien la situation d'autres pays où il y a une telle concentration, et avez-vous des solutions? Si nous utilisions trois catégories ou si une certaine partie demeurait indépendante, est-ce que cela réglerait quelque chose? Ou est-ce que cela ne changerait pas grand-chose, en fin de compte, parce que la décision d'investir dans tel secteur ou dans telle entreprise revient aux gestionnaires des fonds de pension? Y a-t-il des avenues à explorer, ou est-ce que ce serait une mauvaise idée?

M. Dale : Je vous remercie de cette question, mais je dois dire qu'elle ne relève pas vraiment de mon domaine d'expertise. Je soulignerais toutefois que, au Canada, même si on regarde le groupe TMX, il n'y a probablement que 60 entreprises qui ne sont pas des PME selon les normes mondiales. La plupart de nos entreprises canadiennes sont très petites. Compte tenu du volume de capitaux que les grands fonds investissent, ils doivent diversifier leurs investissements. Or, le degré de diversification est limité au Canada. Dans ce contexte, je pense qu'il est très difficile de limiter leur capacité d'investir dans d'autres pays ou d'autres marchés sans nuire aux bénéficiaires de ces pensions : nos retraités canadiens ou d'autres personnes qui comptent sur cet argent pour leurs vieux jours.

Le président : Merci.

Le sénateur Varone : Ma question s'adresse à vous, monsieur Dale. L'une de vos recommandations est d'imposer des limites ou des garde-fous pour les opérations de vente à découvert. Pouvez-vous nous en dire plus à ce sujet?

M. Dale : Oui. Je vous remercie de cette question. Vous savez, la vente à découvert a pris de l'ampleur au cours des dernières années. À certains égards, on l'utilise à outrance, en particulier à l'égard des entreprises non liquides, dont bon nombre sont des entreprises cotées en bourse de second rang. Les vendeurs à découvert sont tenus de couvrir leurs positions à découvert en ayant accès à des valeurs mobilières pour les couvrir si on le leur demande. Dans bien des cas, ils utilisent des options d'achat qu'ils détiennent et qui ne sont pas négociées pour couvrir leur position à découvert. Encore une fois, bon

at because it's unlikely that you would exercise that warrant covering a short position if it's going to create a loss for you.

What they have been able to do is defer the settling of those trades or continue with them for some time and then eventually cover it through, perhaps, a new issue that's being done instead.

Senator Varone: Could I encourage you to put that on paper for the benefit of the committee?

Mr. Dale: Will do.

Senator Varone: Thank you.

The Chair: Good idea, Senator Varone, that could be helpful to increase the background on our understanding of the short-selling issue.

Senator Marshall: Mr. Dale, you mentioned, I think right at the beginning of your remarks, that the problems were the regulatory burden and the high costs, and then throughout your testimony you referenced the cost of audits, financial statements, all those forms that have to be filled out and all the rules. How do we compare with the United States with regard to the regulatory burden? Do they not have that same problem, or is our regulatory burden much more burdensome?

Mr. Dale: Again, thank you, senator. That's an excellent question. The irony is as a Canadian investment dealer, the ability for us to actually conduct business in the U.S. is severely limited to those companies that are able to set up a U.S. subsidiary. I don't have a lot of detailed knowledge on that, other than I follow what we're doing in Canada rulemaking, and often we follow U.S. rules to be harmonized with what they're doing.

I think maybe the difference for us is that we have smaller companies that are trying to go public in Canada on our junior markets. The U.S. junior companies tend to remain private longer and then go on to the public markets at a much larger size because they have more access to capital. So we're competing with the U.S. markets, certainly, but to compete with them, we can't match what they do. We have to be better, we have to make things easier, not just match what they do.

Senator Marshall: You gave some examples; you said the cost of audits and of financial statements. I'm an auditor, so I appreciate that. And then all the forms. Is there something else? I'm trying to relate to what these small companies have to cope with. So I know that they have a multitude of forms. I know

nombre de ces options d'achat sont susceptibles d'exercice à un prix inférieur à celui du marché. Je pense que c'est une réalité qui devrait être examinée, car il est peu probable que quelqu'un exerce une option d'achat pour couvrir une position à découvert si la transaction occasionne des pertes.

Ce que les vendeurs à découvert sont en mesure de faire, c'est reporter le règlement de ces transactions ou finir par les couvrir grâce, peut-être, à d'autres titres qui sont émis.

Le sénateur Varone : Puis-je vous encourager à mettre ces commentaires par écrit, pour la gouverne du comité?

M. Dale : Je le ferai.

Le sénateur Varone : Merci.

Le président : C'est une bonne idée, sénateur Varone, car cela pourrait nous aider à mieux comprendre l'enjeu des ventes à découvert.

La sénatrice Marshall : Monsieur Dale, vous avez mentionné — tout au début de votre déclaration liminaire, je crois — que les problèmes sont le fardeau réglementaire et les coûts élevés. Puis, tout au long de votre témoignage, vous avez parlé du coût des audits, des états financiers, de toutes les règles et de tous les formulaires à remplir. Comment le fardeau réglementaire au Canada se compare-t-il à celui aux États-Unis? Les Américains n'ont-ils pas le même problème, ou notre fardeau réglementaire est-il beaucoup plus lourd?

M. Dale : Encore une fois, merci, madame la sénatrice. C'est une excellente question. L'ironie, c'est que les courtiers en investissements canadiens ont une capacité limitée de faire des affaires aux États-Unis : nous devons nous en tenir aux entreprises qui peuvent instaurer une filiale américaine. Je n'ai pas beaucoup de connaissances détaillées à ce sujet, si ce n'est que je suis l'élaboration des règles canadiennes. De plus, nous suivons souvent les règles américaines pour nous y harmoniser.

Je pense que la différence pour nous, c'est que de petites entreprises essaient de se lancer en bourse au Canada sur nos marchés de second rang. Pour leur part, les petites entreprises américaines ont tendance à rester privées plus longtemps, puis à se tourner vers les marchés publics une fois qu'elles ont atteint une taille beaucoup plus grande, parce qu'elles ont un meilleur accès aux capitaux. Nous sommes donc en concurrence avec les marchés américains, certes, mais nous ne sommes pas capables de reproduire ce qu'ils font. Nous devons nous améliorer, nous devons faciliter les processus, et pas seulement reproduire ce qu'ils font.

La sénatrice Marshall : Vous avez donné des exemples; vous avez parlé du coût des audits et des états financiers. Je suis vérificatrice générale, alors je comprends votre observation. Vous avez aussi mentionné tous les formulaires. Y a-t-il autre chose? J'essaie de comprendre ce avec quoi les petites

they've got to have audited the financial statements, which costs a lot. What other items are very, very costly?

Mr. Dale: Well, in some cases, it's not only the costs. There are a lot of costs, but in Canada right now, a lot of audit firms are limited in their ability to support junior companies because they have limited staff. So a lot of the larger audit firms are concentrating their staff on larger companies where they do quarterly reviews and filings and a greater certainty of collecting their receivables. A lot of junior companies are having more and more difficulty finding an audit firm that would be willing to conduct an audit and then have to have some assurances that they will have the ability to pay them.

That's one issue. That's not necessarily answering your question, but the same is true for securities lawyers, and I think, to some degree, the hourly costs have gone up, as they have for auditors. And again, companies that are constrained in the amount of capital that they have are often reliant on doing financing to pay for those auditors and securities lawyers from the proceeds of that financing.

So there are risks associated with providing those services and ensuring that you're going to get paid for the work that you do.

Senator Marshall: Thank you.

Senator C. Deacon: I thought Senator Fridhandler was next.

Senator Fridhandler: Let him go and I'll go after. I'm sure he's not going to steal my question.

Senator C. Deacon: Don't be so sure. You got the good ones.

Companies often go public too early. They haven't really settled on their go-to-market strategy. The ability to fund, to say we've got the mechanism now to fund this growth, justifies that investment, and that's where they really need to be. And then the costs and the public scrutiny that come with quarterly reporting and whatever else, but we don't have public markets when companies have to have a liquidity event, and they're capping out on the ability to raise funds in Canada, they're out of the country. So we're in a tough spot as a country right now.

Looking for practical solutions, we need to increase the amount of private capital available. We've got to use things like the rollover scheme in the U.K, and their Enterprise Investment Scheme, which is like equity tax credits. I don't know if you are familiar with that program or not.

entreprises doivent composer. Je sais qu'elles doivent remplir une foule de formulaires. Je sais qu'elles doivent faire vérifier leurs états financiers, ce qui coûte très cher. Quelles autres procédures sont exorbitantes?

M. Dale : Eh bien, dans certains cas, ce n'est pas seulement une question de coûts. Les coûts sont élevés, mais, au Canada, à l'heure actuelle, beaucoup de cabinets d'audit sont limités dans leur capacité à soutenir les petites sociétés parce qu'ils ont peu de personnel. Beaucoup de grands cabinets d'audit affectent donc leur personnel aux grandes entreprises, où ils effectuent des examens et des déclarations trimestriels et où ils sont plus susceptibles de percevoir leurs comptes débiteurs. Beaucoup de petites entreprises ont de plus en plus de mal à trouver un cabinet d'audit prêt à effectuer un audit qui aura aussi l'assurance qu'il se fera payer.

C'est un problème. Cela ne répond pas nécessairement à votre question, mais il en va de même pour les avocats en valeurs mobilières. De plus, je pense que, dans une certaine mesure, les coûts horaires ont augmenté, comme c'est le cas pour les vérificateurs. Et ici encore, les entreprises détenant peu de capitaux doivent souvent contracter des prêts pour payer les vérificateurs et les avocats en valeurs mobilières.

Des risques sont donc associés à la prestation de ces services, et rien ne garantit que vous serez payé pour votre travail.

La sénatrice Marshall : Merci.

Le sénateur C. Deacon : Je pensais que le sénateur Fridhandler était le suivant.

Le sénateur Fridhandler : Laissez-le parler, et je prendrai la parole après lui. Je suis sûr qu'il ne va pas me voler ma question.

Le sénateur C. Deacon : N'en soyez pas si sûr. Vous posez les meilleures questions.

Les entreprises se lancent souvent en bourse trop tôt, avant d'avoir bien établi une stratégie de mise en marché. La capacité de se capitaliser — le mécanisme pour financer cette croissance — justifie l'investissement, et c'est le stade auquel elles doivent aspirer. Il faut aussi tenir compte des coûts et de l'examen public lors de la publication des rapports trimestriels et de tout le reste. Or, il ne peut y avoir de marchés publics lorsque les entreprises doivent essayer de recueillir des capitaux, mais que leur capacité à en amasser au Canada est limitée; elles doivent alors se tourner vers l'étranger. Notre pays se trouve donc dans une situation difficile en ce moment.

À la recherche de solutions concrètes, il faut augmenter la quantité de capitaux privés accessibles. Nous devons nous servir de mécanismes comme ceux que l'on voit au Royaume-Uni : le report du paiement des impôts au moment de la vente de l'actif; et le Plan d'investissement dans les entreprises, qui s'apparente à

I look at the opportunity — it has died, but I think it is going to come back — is the focus on interprovincial trade and investment.

The federal programs that Senator Papatello was talking about, to whatever extent they are helpful, quite often they are restricted to a jurisdiction, so you get a good organization going, and it is regional, not national.

Your thoughts on getting there from here because we need some interim measures and long-term approaches if we are going to solve this problem. Is that a fair summary? Then what would you suggest?

Mr. Dale: Thank you for the question. That is the most difficult question to answer because there are some short-term measures that could be done. I mentioned some of those in my recommendations.

We are competing, in a way, for dollars with companies that are marketing crypto assets or betting platforms that have huge marketing budgets, and you see their ads all the time. We don't advertise for our junior markets. If we had some way to market and raise awareness for investors, there is an avenue to help good Canadian companies become listed; and where those companies will be successful, they will be successful as well. That is one thing we could look at doing and supporting.

The other thing we should remember is that companies should be allowed to fail. Every investor and investment does not make money. I think investors should have the right to invest and lose money, as long as they are not losing money because management is doing fraudulent things, stealing their money and running away with it.

If it is a legitimate business that is doing their best to get started, they may run into unforeseen problems that may delay their progress. We have to give them the opportunity to be entrepreneurial, to win or, sometimes, lose.

Senator C. Deacon: I think that reinforces the importance of the flow-through share idea because let's use those losses to help the company to succeed. But using that mechanism for R&D expenses well beyond oil, gas and mining, 100%. It built the oil and gas industry of Alberta, the flow-through share model, without question. Thank you.

des crédits d'impôt sur les actions. Je ne sais pas si vous connaissez ce programme ou non.

Je pense à l'occasion qui se présente à nous — elle s'est évanouie, mais je pense qu'elle va revenir — de mettre l'accent sur le commerce et les investissements interprovinciaux.

Les programmes fédéraux dont parlait la sénatrice Papatello — qui sont utiles à leur façon — se limitent très souvent à une province ou un territoire. Par conséquent, on crée une bonne organisation, mais elle est régionale, et non nationale.

Je vous demande vos réflexions sur la façon d'y arriver à partir du stade où nous sommes, car nous avons besoin de mesures provisoires et d'approches à long terme si nous voulons résoudre ce problème. Ai-je bien résumé la situation? Dans ce cas, que suggérez-vous?

M. Dale : Je vous remercie de la question. C'est la question à laquelle il est le plus difficile de répondre, car des mesures à court terme pourraient être mises en œuvre. J'en ai mentionné quelques-unes dans mes recommandations.

On pourrait dire que nous sommes en concurrence avec les entreprises qui commercialisent des cryptoactifs ou des plateformes de paris parce que nous nous arrachons les mêmes capitaux. Ces entreprises ont d'énormes budgets de marketing; on voit d'ailleurs constamment leurs publicités. Nous ne faisons pas de publicité pour nos petits marchés. Si nous avions un moyen de faire de la promotion auprès des investisseurs et de leur faire connaître les entreprises d'ici, nous aiderions de bonnes entreprises canadiennes à se coter en bourse. Puis, si ces entreprises connaissent du succès, les investisseurs en sortiront aussi gagnants. C'est une mesure que nous pourrions envisager de prendre et de soutenir.

L'autre élément qu'il ne faut pas oublier, c'est que les entreprises devraient pouvoir faire faillite. Ce ne sont pas tous les investisseurs et tous les investissements qui génèrent de l'argent. Je pense que les investisseurs devraient avoir le droit d'investir et de perdre de l'argent, tant qu'ils ne perdent pas d'argent parce que la direction de l'entreprise se livre à des activités frauduleuses, vole leur argent et s'enfuit avec leurs investissements.

Si une entreprise légitime fait de son mieux pour démarrer ses activités, il se pourrait qu'elle se heurte à des problèmes imprévus qui retarderont sa croissance. Nous devons donner aux gens qui se lancent en affaires la possibilité de faire preuve d'entrepreneuriat, de gagner ou, parfois, de perdre.

Le sénateur C. Deacon : Je pense que la réponse renforce l'idée des actions accréditatives : mettons ces pertes à profit pour aider les entreprises à prospérer. Mais je suis tout à fait d'accord avec vous : servons-nous de ce mécanisme pour les dépenses en recherche et développement qui ne se limitent pas aux secteurs du pétrole, du gaz et des mines. Il ne fait aucun doute que c'est le

Senator Fridhandler: One comment before I ask a question: When we talked about all these companies exiting and the grants they get, I think that there should clearly be attached a clawback on the grant money if the company is going to exit the country; if it is not going to exploit its IP, whatever it has developed here, the grants made by the government should have a clawback mechanism.

Maybe there is an earn out over time and a sunset, but you should not be able to get a \$1 million grant one year, and then, the next year, the company is sold to an American company, and they move everything to Denver, Virginia or whatever. A comment.

I will throw a crazy idea. This government set up the Major Projects Office, or MPO, to make things good and efficient for big companies to get big projects done. But they forgot about the small companies. Maybe we need an SPO, something that the federal government could look at to consolidate the way it operates vis-a-vis SMEs. There are lots of programs in different departments to provide grants. There are fights on losing tax points with Finance — on giving up on flow-through.

This stuff needs to be not siloed all over the place but brought together in an office that actually looks at how they are going to bring all of this together for small- and medium-sized enterprises. Whether it is an SPO, a SIPO — a small IPO office — the feds can exert a lot of pressure and, in coordination with what they are doing, they should consolidate this rather than siloing it all over the place. Just an idea to throw out there.

The Chair: Any reaction on your side?

Ms. Sinigaglia: I think it is a wonderful idea, talking as an SME owner.

Senator Loffreda: We have a productivity problem in Canada, right, one of the problems — besides the competition being an issue — major problems.

How directly does limited access to capital translate into Canada's productivity challenges? Are SMEs delaying? You speak to many SMEs; are they delaying investments in technology or expansion due to financing constraints?

modèle des actions accréditatives qui a bâti l'industrie pétrolière et gazière de l'Alberta. Merci.

Le sénateur Fridhandler : Je vais faire un commentaire avant de poser une question. Nous avons parlé des entreprises qui quittent le pays et des subventions qu'elles reçoivent. Je pense que les subventions devraient être assorties à une clause de remboursement si l'entreprise quitte le pays; dans l'éventualité où l'entreprise n'exploite pas sa propriété intellectuelle — ou ce qu'elle a développé ici —, les subventions gouvernementales devraient pouvoir être remboursées.

On pourrait prévoir une clause de remboursement conditionnel ou de temporisation, mais une chose est sûre : une compagnie ne devrait pas pouvoir obtenir une subvention de 1 million de dollars une année, pour ensuite, l'année suivante, être vendue à une entreprise américaine, qui déménage ses pénates à Denver, en Virginie ou ailleurs. C'était mon commentaire.

Je vais proposer une idée folle. Le gouvernement au pouvoir a mis sur pied le Bureau des grands projets, ou BGP, pour que les processus soient favorables et efficaces pour les grandes entreprises voulant réaliser de grands projets. Mais le gouvernement a oublié les petites entreprises. Il nous faut peut-être un Bureau des petits projets, qui conseillerait le gouvernement fédéral pour regrouper les processus imposés aux PME. De nombreux programmes au sein de différents ministères accordent des subventions. La décision du ministère des Finances de faire perdre des points d'impôt liés aux actions accréditatives suscite des désaccords.

Tous ces éléments ne doivent pas être réfléchis en vase clos et éparpillés un peu partout, mais bien regroupés en un seul bureau qui examinera comment réunir toutes les mesures touchant les petites et moyennes entreprises. Qu'il crée un Bureau des petits projets ou un Bureau pour l'entrée en bourse des petites entreprises, le gouvernement fédéral peut exercer beaucoup de pression. Et, parallèlement à ce qu'il fait, il devrait regrouper les procédures plutôt que de les éparpiller un peu partout. C'est juste une idée que je voulais lancer.

Le président : Voulez-vous y réagir?

Mme Sinigaglia : À titre de propriétaire d'une PME, je pense que c'est une merveilleuse idée.

Le sénateur Loffreda : Nous avons un problème de productivité au Canada, n'est-ce pas? C'est l'un de nos plus grands problèmes, mis à part le problème de concurrence.

Dans quelle mesure l'accès limité aux capitaux est-il directement corrélé aux défis de productivité du Canada? Les PME repoussent-elles les investissements? Vous parlez à de nombreuses PME; retardent-elles les investissements dans la technologie ou dans leur expansion à cause de contraintes financières?

I do believe that we're not doing enough to support non-traditional financing channels, such as private markets and venture debt, or fintech solutions. The government should play a bigger role, maybe because I believe that financing is the missing middle in Canada. I believe there is a missing middle. Maybe you can share your thoughts or concerns on those issues.

Mr. Dale: I will try to do my best.

First, recognizing that I am from the West, from Calgary, largely a resource-based city. Our highest productivity comes from our natural resources that we export: oil, natural gas and mining.

If we can concentrate on producing, exporting and satisfying our country's needs in those resources, that would increase our productivity as a nation.

But knocking it down to the junior markets, I think if you have to delay your investment in equipment or technology, or other things that prevent you from moving forward, you are also limiting the productivity of those smaller companies that are trying to do more with what they have. You cannot do more with less.

The Chair: Thank you.

Senator Ringuette: I come from New Brunswick. I know that New Brunswick has, provincially, a credit program for local investment. Would it be possible to group, for instance, New Brunswick SMEs that are in search of capital into one stock for the junior market?

I see that it would bring credit from the province, first of all, because of the provincial program, and then it would also provide a derisking factor because of the grouping. Could that be possible?

Mr. Dale: Senator, thanks for that question. I think it is an excellent question. There are avenues for the aggregation of junior companies into a fund that could be traded.

We haven't, as a company, looked into doing that because we aren't a manufacturer of funds in our firm. I would think there are fund companies out there that could look at it. Whether or not they would make money on it is a good question. I guess maybe that is why they haven't done it to this point. It would be an excellent mechanism for an investor to have access and derisking it through a venture-focused mutual fund.

Je crois que nous n'en faisons pas assez pour soutenir les modes de capitalisation non traditionnels, comme les marchés privés et la dette liée au capital de risque, ou les solutions de technologie financière. Le gouvernement devrait jouer un plus grand rôle, peut-être parce que je crois que la capitalisation est le chaînon manquant au Canada. Je crois qu'il nous manque un intermédiaire. Vous pourriez peut-être nous faire part de vos réflexions ou de vos préoccupations sur ces enjeux.

M. Dale : Je vais essayer de faire de mon mieux.

Tout d'abord, je souligne que je viens de l'Ouest, de Calgary, une ville très axée sur les ressources naturelles. C'est avec les ressources naturelles que nous exportons que nous obtenons notre meilleure productivité : le pétrole, le gaz naturel et les produits miniers.

Si nous pouvons nous concentrer sur la production de ces ressources, leur exportation et la satisfaction des besoins de notre pays en matière de ressources, la productivité de notre nation augmentera.

Mais pour ce qui est des nouvelles entreprises, si elles doivent retarder leurs investissements dans l'équipement ou la technologie, ou dans d'autres activités, elles ne peuvent prendre de l'expansion. Cela limite également la productivité des petites entreprises qui essaient d'en faire plus avec ce qu'elles ont. On ne peut pas faire plus avec moins.

Le président : Merci.

La sénatrice Ringuette : Je viens du Nouveau-Brunswick. Je sais que le Nouveau-Brunswick a, à l'échelle provinciale, un programme de crédit pour l'investissement local. Serait-il possible de regrouper, par exemple, les PME du Nouveau-Brunswick qui sont à la recherche de capitaux en une seule action pour le marché des petites entreprises?

Cela leur apporterait un crédit provincial, tout d'abord, en raison du programme provincial. Puis, les risques seraient atténués parce que l'union fait la force. Cette idée serait-elle possible?

M. Dale : Madame la sénatrice, je vous remercie de cette question, qui est excellente. Il existe des moyens de regrouper de petites entreprises dans un fonds qui pourrait être coté en bourse.

À notre entreprise, nous n'avons pas envisagé cette voie parce que nous ne créons pas de fonds. Je pense que des sociétés de fonds pourraient se pencher sur cette idée. Quant à savoir si le regroupement d'entreprises leur rapporterait de l'argent, c'est une bonne question. Je suppose que c'est peut-être la raison pour laquelle ils ne l'ont pas fait jusqu'à présent. Un tel modèle de fonds commun de placement axé sur le capital-risque serait un excellent mécanisme qui permettrait à un investisseur d'avoir accès à des compagnies, en plus d'atténuer les risques.

There are some smaller ones out there. A past colleague in Vancouver started their own firm. They have been successful in terms of generating profits through the fund. But it is not very well known and, again, it has grown through the years, but it is not very large.

Senator Ringuette: I think that New Brunswickers wanting or seeking to invest would be excited to invest in New Brunswick companies moving forward. At the other end, it would provide more access to funds for New Brunswick SMEs. Thank you.

The Chair: Thank you, colleagues. We have time left. I will ask my question, then recognize two other senators.

Mr. Dale, you have four recommendations regarding the federal government's proposal. Could you elaborate more on the second one regarding venture-listed companies with revenues above this threshold and allowing capital gains deferrals? You also referred to the U.K., but is it the case on the U.S. side regarding that particular recommendation? Could you elaborate, please?

Mr. Dale: I'm most familiar with the situation in the U.K., senator. I think there are various programs in other countries as well. The U.K. program is an example that could work very well in Canada. It is not a huge cost in my mind for the government. It is a deferral. We already have tax deferral programs in place for things like investments in RRSPs and so on. But this would be a very good program that would stimulate interest and investment in the junior markets specifically.

The Chair: The U.S. venture market would come to Canada, and currently this kind of thing exists? We will see.

Senator Yussuff: Ms. Sinigagliese, I will come back because I have more knowledge than my colleagues on this, and maybe you could elaborate a bit more.

In Quebec and the regional development maturity that they have had for such a long time. The Quebec solidarité fund plays a more significant role than other funds in that. It has been extremely valuable for small SMEs and others because they are able to access that on a consistent basis. The fund now has more; half are in the billions of dollars. To a large extent, the provincial tax credit — the federal tax credit also that complements it — has shown extremely productive results over the years because there is a horizon you can look at over time.

Il existe de petits fonds communs de placement. Un ancien collègue de Vancouver a lancé son propre cabinet. Il réussit à générer des profits grâce au fonds. Mais il n'est pas très connu et, encore une fois, il a pris de l'ampleur au fil des ans, mais il n'a pas de grande envergure.

La sénatrice Ringuette : Je pense que les Néo-Brunswickois qui cherchent à investir seraient ravis d'investir dans des entreprises du Nouveau-Brunswick à l'avenir. Par le fait même, les PME du Nouveau-Brunswick auraient accès à plus de capitaux. Merci.

Le président : Merci, chers collègues. Il nous reste du temps. Je vais poser ma question, puis je céderai la parole à deux autres sénateurs.

Monsieur Dale, vous avez formulé quatre recommandations concernant la proposition du gouvernement fédéral. Pourriez-vous nous parler davantage de la deuxième, qui porte sur les sociétés inscrites en bourse de croissance dont les revenus sont supérieurs à ce seuil et sur la possibilité de reporter l'impôt sur les gains en capital? Vous avez également évoqué le Royaume-Uni, mais est-ce aussi le cas aux États-Unis pour cette recommandation précise? Pourriez-vous nous en dire plus, s'il vous plaît?

M. Dale : Je connais surtout la situation au Royaume-Uni, sénateur. Je crois qu'il existe divers programmes dans d'autres pays également. Le programme du Royaume-Uni est un exemple qui pourrait très bien fonctionner au Canada. À mon avis, ce ne serait pas un coût énorme pour le gouvernement. Il s'agit d'un report d'impôt. Nous avons déjà des programmes de report d'impôt, comme les investissements dans les REER, et cetera. En tout cas, ce serait un excellent programme qui stimulerait l'intérêt et l'investissement surtout dans les marchés pour jeunes entreprises.

Le président : Le marché américain du capital de risque pourrait se tourner vers le Canada, et ce type de mécanisme existe déjà, n'est-ce pas? Nous verrons.

Le sénateur Yussuff : Madame Sinigagliese, je vais revenir sur ce point, car je connais un peu mieux le sujet que mes collègues, et vous pourriez peut-être nous en parler davantage.

Au Québec, la maturité du développement régional existe depuis très longtemps. Le Fonds de solidarité du Québec joue un rôle plus important que d'autres fonds à cet égard. Ce fonds s'est avéré extrêmement utile pour les petites entreprises, entre autres, parce qu'elles peuvent s'en prévaloir régulièrement. Le fonds gère maintenant des actifs dont la moitié se chiffrent en milliards de dollars. Dans une large mesure, grâce au crédit d'impôt provincial — et à son pendant fédéral —, on a obtenu des résultats extrêmement positifs au fil des ans parce qu'on peut en mesurer les effets sur une longue période.

Can you elaborate a little bit more so that my colleagues might appreciate the uniqueness to that reality?

Ms. Sinigliese: I don't have specific data on the success rate. I can tell you that when I was a bit younger, I used to do income tax returns at a CA firm and many clients in Quebec would have these products because it was a way of participating in your own economy.

One thing that Mr. Dale said before is that we need to educate investors right now because nobody will stop them from spending their paycheque on crypto, but they don't know what is going on with the junior capital markets. If they would, I think they would be more interested in putting their money into generating revenue and generating jobs for their kids and grandkids.

The Chair: Thank you for raising that issue. In Quebec, we have *Capital de risque Desjardins*, *Fonds de solidarité FTQ*, *Investissement Québec*. Quebec, many decades ago, had *Régime d'épargne-actions*. *Alimentation Couche-Tard* everybody knows, but *Couche-Tard* started with *Régime d'épargne-actions*. I think they have something that we could look at and think about how to encourage it, because people have to diversify their portfolios. So rather than invest in one single company, when you invest in the fund which targets small- and medium-sized businesses, this is a way to participate and increase wealth.

Senator C. Deacon: Thanks again. A really excellent session.

I want to build off of the last two questions that you had. We did have a national program. The labour-sponsored venture capital corporations program was not very successful for investors. There has been a framework in the past so we can learn from lessons, fail forward, learn from some lessons and do something better. There has been a model in the past, and it was very well received by Canadian investors. The beauty of it was it did have a lead investor who was doing the due diligence and giving some confidence that your risks were being managed as a junior investor.

I contrast that with what was done four years ago, I think, with the Know-Your-Product rule that was put in place. Another layer of regulatory burden. The banks immediately used that as a reason to say, "Okay, we'll just sell bank-owned mutual funds," cutting out all competition. Now there was enough pushback.

Pouvez-vous nous en dire un peu plus à ce sujet afin que mes collègues puissent comprendre le caractère unique de cette réalité?

Mme Sinigliese : Je n'ai pas de données précises sur le taux de réussite. Je peux vous dire que lorsque j'étais un peu plus jeune, je préparais des déclarations de revenus dans un cabinet de comptables agréés, et de nombreux clients au Québec avaient ces produits parce que c'était une façon de participer à leur propre économie.

M. Dale a dit tout à l'heure que nous devons sensibiliser les investisseurs dès maintenant, car personne ne les empêchera de dépenser leur chèque de paie pour les cryptomonnaies, mais ils ne savent pas ce qui se passe sur les marchés de capitaux pour jeunes entreprises. S'ils le savaient, je crois qu'ils seraient plus enclins à placer leur argent dans des fonds qui génèrent des revenus et créent des emplois pour leurs enfants et leurs petits-enfants.

Le président : Je vous remercie d'avoir soulevé ce point. Au Québec, nous avons le Capital de risque Desjardins, le Fonds de solidarité FTQ, Investissement Québec. Il y a plusieurs décennies, la province avait lancé le Régime d'épargne-actions. D'ailleurs, Alimentation Couche-Tard, que tout le monde connaît, a vu le jour grâce au Régime d'épargne-actions. Je crois qu'il y a là un modèle dont nous pourrions nous inspirer et que nous pourrions chercher à encourager, car les gens doivent diversifier leurs portefeuilles. Ainsi, plutôt que de miser sur une seule entreprise, le fait d'investir dans un fonds axé sur les petites et moyennes entreprises permet de participer à la création de richesse et d'en favoriser la croissance.

Le sénateur C. Deacon : Je vous remercie encore une fois. C'est vraiment une excellente séance.

J'aimerais revenir sur les deux dernières questions qui vous ont été posées. Nous avons déjà eu un programme national : celui des sociétés à capital de risque de travailleurs, qui n'a malheureusement pas suscité un grand engouement auprès des investisseurs. Il y a déjà eu un cadre dans le passé; nous pouvons donc en tirer des leçons, apprendre de nos erreurs et faire mieux. Le modèle en place à l'époque avait été très bien accueilli par les investisseurs canadiens. Le grand avantage, c'est qu'il y avait un investisseur principal chargé de la diligence raisonnable, ce qui donnait confiance aux investisseurs débutants quant à la gestion des risques.

À titre de comparaison, la règle « Connaissance du produit », instaurée il y a, sauf erreur, quatre ans, a alourdi le fardeau réglementaire. Les banques s'en sont aussitôt servies comme prétexte pour recentrer leurs offres sur leurs propres fonds communs, ce qui a éliminé toute concurrence. Une contestation suffisamment importante a toutefois freiné cet élan.

The point I want to make is that we are anti-competitive in how we run our investment system. The decisions about our money, for those of us who don't live in Toronto, get made in Toronto. It does not get made in our communities or in our provinces or our regions. I would like you to focus on the importance of making our industry more pro competitive.

Mr. Dale: That is an excellent comment as well and a question as well that follows from it. How do we make ourselves more competitive?

We have to be better than the competition. I think Senator McBean probably understands that. You have to be better than the competition to succeed. That is why we have some independent firms that still exist today; they have learned to be better in the market that we operate in and have been successful. Others that haven't been able to compete have been targets of acquisitions, or they have simply closed their doors.

When we look at what we can do to be more competitive, we have to deregulate, we have to have less regulation instead of more. We have a regulatory apparatus in Canada that is in the business of generating more regulation, which keeps Ms. Sinigagliese and I very busy providing feedback to them in terms of why these regulations will or won't work or if they are needed or not needed. There is no requirement for regulations to pass a cost-benefit test in Canada, and that is something that would help a lot.

Senator C. Deacon: Perhaps for the regulations to be more balanced so that there aren't the biggest monopolies dominating because they can afford them. The other thing is I do not think that it is a matter of making it riskier. There are different ways of managing identified risk that does not eliminate opportunity. Is that a fairway of saying it?

Mr. Dale: Yes.

Senator C. Deacon: Thank you.

The Chair: As you can notice, there is a lot of expertise around the table. It is a very helpful discussion. On behalf of my colleagues and myself, we want to thank you. It was very helpful today.

Following Senator Varone's intervention on short selling, it would be appreciated if you could send us some written elements to explain to us exactly how it is working. It would be helpful for us.

Là où je veux en venir, c'est que notre système d'investissement fonctionne d'une manière qui va à l'encontre de la concurrence. Les décisions concernant notre argent — pour ceux d'entre nous qui ne vivent pas à Toronto — sont prises à Toronto. Elles ne sont pas prises dans nos collectivités, dans nos provinces ou dans nos régions. J'aimerais que vous mettiez l'accent sur l'importance de rendre notre industrie plus favorable à la concurrence.

M. Dale : C'est une autre excellente observation, et la question qui en découle l'est tout aussi. Comment pouvons-nous devenir plus concurrentiels?

Nous devons être meilleurs que nos concurrents. Je pense que la sénatrice McBean le comprend probablement. Pour réussir, il faut surpasser nos concurrents. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle certaines entreprises indépendantes existent encore aujourd'hui; elles ont appris à exceller dans leur marché et ont su prospérer. Celles qui n'ont pas été en mesure de rivaliser ont fait l'objet d'acquisitions ou ont dû simplement fermer leurs portes.

Que pouvons-nous faire pour mieux soutenir la concurrence? Nous devons opter pour la déréglementation, c'est-à-dire réduire le nombre de règlements plutôt que l'augmenter. Au Canada, nous avons un appareil réglementaire qui tend à produire toujours plus de règlements. Mme Sinigagliese et moi passons donc une bonne partie de notre temps à expliquer pourquoi ces règlements fonctionneront ou ne fonctionneront pas ou s'ils sont nécessaires ou non. Il n'existe aucune exigence au Canada pour que les règlements répondent à un critère de rentabilité, et c'est quelque chose qui serait très utile.

Le sénateur C. Deacon : Il faudrait peut-être que la réglementation soit plus équilibrée afin d'éviter que les plus grands monopoles ne dominent simplement parce qu'ils ont les moyens de s'y conformer. Par ailleurs, je ne crois pas qu'il s'agisse de rendre les choses plus risquées. Il existe différentes façons de gérer les risques qui ont été relevés, sans éliminer les occasions. Est-ce que cela résume bien la situation?

M. Dale : Oui.

Le sénateur C. Deacon : Je vous remercie.

Le président : Comme vous pouvez le constater, il y a beaucoup d'expertise autour de la table. C'est une discussion très utile. Au nom de mes collègues et en mon nom personnel, je tiens à vous remercier. Vos témoignages d'aujourd'hui ont été fort utiles.

Pour faire suite à l'intervention du sénateur Varone sur la vente à découvert, nous vous saurions gré de nous envoyer quelques éléments de réponse par écrit afin de nous expliquer exactement comment cela fonctionne. Cette information nous serait utile.

Colleagues, our next meeting will be on Wednesday, March 11, because next week is a non-sitting week.

We want to thank our witnesses today as well as our interpreters, clerk and our senators' staff and all the logistics people who make it possible for the meeting to happen.

(The committee adjourned.)

Chers collègues, notre prochaine réunion aura lieu le mercredi 11 mars, car le Sénat ne siège pas la semaine prochaine.

Nous tenons à remercier nos témoins d'aujourd'hui, ainsi que nos interprètes, le greffier et le personnel des sénateurs, sans oublier tous les membres de l'équipe de logistique qui rendent possible la tenue de nos réunions.

(La séance est levée.)
