

**EVIDENCE**

OTTAWA, Thursday, March 12, 2026

The Standing Senate Committee on Banking, Commerce and the Economy met with videoconference this day at 10:30 a.m. [ET] to study 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, my name is Clément Gignac, I am a senator from Québec and Chair of the Standing Senate Committee on Banking, Commerce and the Economy.

I would like to welcome everyone with us today, as well as 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:** Senator Toni Varone, Ontario.

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

**Senator Loffreda:** Good morning. Senator Tony Loffreda from Montreal, Quebec.

[*Translation*]

**Senator Henkel:** Danièle Henkel from Quebec.

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

[*English*]

**Senator Yussuff:** Hassan Yussuff, Ontario.

**Senator McNair:** John McNair from New Brunswick, sitting in for Senator McBean from Ontario.

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

**Senator Wallin:** Pamela Wallin, Saskatchewan.

[*Translation*]

**The Chair:** Senators, this is our fifth 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

**TÉMOIGNAGES**

OTTAWA, le jeudi 12 mars 2026

Le Comité sénatorial permanent des banques, du commerce et de l'économie se réunit aujourd'hui, à 10 h 30 (HE), avec vidéoconférence, 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, je m'appelle Clément Gignac, sénateur du Québec et président du Comité sénatorial permanent des banques, du commerce et de l'économie.

Je tiens à souhaiter la bienvenue aux gens qui sont avec nous aujourd'hui, ainsi qu'à celles et ceux qui nous écoutent à partir du Web sur sencanada.ca.

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

[*Traduction*]

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

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

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

[*Français*]

**La sénatrice Henkel :** Danièle Henkel, du Québec.

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

[*Traduction*]

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

**Le sénateur McNair :** John McNair, du Nouveau-Brunswick, en remplacement de la sénatrice McBean, de l'Ontario.

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

**La sénatrice Wallin :** Pamela Wallin, de la Saskatchewan.

[*Français*]

**Le président :** Honorables sénateurs, il s'agit de notre cinquième réunion portant sur notre nouvelle étude spéciale sur l'accès au crédit et aux marchés des capitaux pour les petites et

improved productivity in the Canadian economy. I wish to welcome our witnesses.

In person, we have Andrew Creech, President, TSX Venture Exchange, and joining us by video conference is Richard Carleton, Chief Executive Officer, Canadian Securities Exchange, CNSX Global Markets Inc.

I invite you each to make an opening statement of up to five minutes. Afterwards, the senators will be able to ask you questions.

**Andrew Creech, President, TSX Venture Exchange:** Good morning, honourable senators.

[*English*]

Thank you to the members of the committee for the opportunity to appear before you today. It's an honour to be here. I am the President of the TSX Venture Exchange, Canada's leading public market for early-stage companies.

The TSX Venture Exchange, or TSXV, is a component of TMX Group which occupies a unique position at the centre of the economy: the operator of Canada's premier equities and derivatives markets, the Toronto Stock Exchange, the Montréal Exchange and the TSX Venture Exchange, as well as the critical clearing and data capabilities that enable financial ecosystems.

Our Canadian public market ecosystem is often misunderstood. When people think of the stock market, they usually picture large, established corporations, but in Canada, most public companies are actually small- and medium-sized enterprises. This is unique to Canada and something in which we should take pride.

Across the Toronto Stock Exchange, or TSX, and the TSX Venture Exchange, 58% of corporate issuers have a market cap of under \$50 million. On the TSX Venture Exchange, this figure is 88%. What makes the TSXV unique is that it enables companies to access public capital at a very early stage. The most common listing route to the TSX Venture Exchange is through the Capital Pool Company program, or CPC program, a streamlined vehicle that is much more cost-effective for small companies than a traditional initial public offering, or IPO.

Since the program's inception in 1986, more than 2,800 CPCs have been created. Of those, approximately 86% have successfully completed qualifying transactions, helping bring new operating businesses to public markets.

moyennes entreprises comme base de la croissance et de l'amélioration de la productivité dans l'économie canadienne. Je souhaite la bienvenue à nos témoins.

En personne, nous avons M. Andrew Creech, président, Bourse de croissance TSX, et nous avons par vidéoconférence M. Richard Carleton, chef de la direction, Bourse des valeurs canadiennes, CNSX Global Markets Inc.

Je vous invite à livrer chacun une déclaration liminaire de cinq minutes maximum. Par la suite, les sénateurs pourront vous poser des questions.

**Andrew Creech, président, Bourse de croissance TSX :** Bonjour, honorables sénateurs.

[*Traduction*]

Je remercie les membres du comité de me donner l'occasion de comparaître devant eux aujourd'hui. C'est un honneur d'être ici. Je suis président de la Bourse de croissance TSX, le principal marché public du Canada pour les entreprises en démarrage.

La Bourse de croissance TSX, ou TSXV, est une composante du Groupe TMX qui occupe une position unique au cœur de l'économie. Le Groupe exploite les principaux marchés d'actions et de produits dérivés du Canada, à savoir la Bourse de Toronto, la Bourse de Montréal et la Bourse de croissance TSX, et il dispose des capacités essentielles de compensation et de gestion de données qui sous-tendent les écosystèmes financiers.

L'écosystème des marchés publics canadiens est souvent mal compris. Lorsque les gens pensent au marché boursier, ils pensent généralement aux grandes sociétés établies, mais au Canada, la plupart des sociétés publiques sont en fait des petites et moyennes entreprises. Le Canada est unique à cet égard et nous devrions en être fiers.

À la Bourse de Toronto, ou TSX, et à la Bourse de croissance TSX, 58 % des sociétés émettrices ont une capitalisation boursière inférieure à 50 millions de dollars. À la Bourse de croissance TSX, ce pourcentage est de 88 %. Ce qui rend le TSXV unique, c'est qu'il permet aux entreprises d'accéder à des capitaux publics à un stade très précoce. La voie d'inscription la plus courante à la Bourse de croissance TSX est le programme des sociétés de capital de démarrage, le programme SCD, un véhicule simplifié qui est beaucoup plus avantageux pour les petites entreprises qu'un premier appel public à l'épargne traditionnel, ou PAPE.

Depuis la création du programme en 1986, plus de 2 800 sociétés de capital de démarrage ont été créées. De ce nombre, environ 86 % ont effectué avec succès des opérations admissibles, ce qui a aidé de nouvelles sociétés en exploitation à accéder aux marchés publics.

CPCs continue to play an important role in Canada's listing ecosystem. On average, about 32% of TSX Venture graduates began as CPCs. Roughly 53% of all new corporate listings on the TSX and TSX Venture Exchange today are current or former CPCs. You heard that right: More than half of our public companies start out as CPCs.

But this is only the beginning of the story. The TSX Venture Exchange is an important pathway for companies seeking to grow and ultimately graduate to Canada's senior market. Since 2000, nearly 800 companies have graduated from the TSX Venture Exchange to the TSX. This is how we incubate and grow new Canadian champions, and it starts on the TSX Venture Exchange.

Today, the success of that pipeline is clearly visible in the broader market, where approximately 22% of the companies in the S&P/TSX Composite Index began their journey on the TSX Venture Exchange. More broadly, 34% of all corporate issuers on the TSX are TSX Venture graduates, so a third have graduated from the Venture.

These are real Canadian business success stories. Part of our mission is to make this pathway easier to access for more companies. At TMX, our unifying purpose is to make markets better and to empower bold ideas. It's an enterprise commitment rooted in a proud history and focused on ensuring a viable future.

Better markets mean more efficient flows of capital, ensuring that Canadian companies of all sizes and across all sectors can fund their business strategies, invest in innovation and ultimately become the next homegrown global success story. We view it as our responsibility to champion them by promoting investment in Canadian companies, strengthening economic prosperity and supporting global competitiveness.

To this end, TMX has put forward several policy recommendations aimed at improving access to capital in Canada. First, we recommend making the mineral exploration tax credit, or METC, permanent. The METC is a critical incentive designed to encourage investment in Canada's mineral exploration industry; however, it continues to operate on short-term renewals, most recently extended for only two years. This cycle of expiry and renewal creates unnecessary uncertainty for companies and investors. Making the credit permanent would provide greater predictability and strengthen investor confidence in Canada's mineral exploration sector.

Les sociétés de capital de démarrage continuent de jouer un rôle important dans l'écosystème des inscriptions du Canada. En moyenne, environ 32 % des sociétés inscrites à la Bourse de croissance TSX ont commencé comme sociétés de capital de démarrage. Environ 53 % de toutes les nouvelles sociétés inscrites à la Bourse de Toronto et à la Bourse de croissance TSX aujourd'hui sont d'actuelles ou d'anciennes sociétés de capital de démarrage. Vous avez bien entendu : plus de la moitié de nos sociétés publiques commencent comme sociétés de capital de démarrage.

Toutefois, ce n'est que le début de l'histoire. La Bourse de croissance TSX est une avenue importante pour les entreprises qui veulent croître et, en fin de compte, migrer vers une bourse à grande capitalisation du Canada. Depuis 2000, près de 800 sociétés ont migré de la Bourse de croissance TSX à la Bourse de Toronto. C'est ainsi que nous préparons et développons de nouveaux champions canadiens, et cela commence à la Bourse de croissance TSX.

Aujourd'hui, le succès de cette avenue est clairement visible sur le marché élargi, où environ 22 % des sociétés de l'indice composé S&P/TSX ont commencé leur parcours à la Bourse de croissance TSX. De façon plus générale, 34 % de l'ensemble des sociétés émettrices de la TSX étaient auparavant inscrites à la TSX Venture, soit le tiers.

C'est la véritable histoire à succès des entreprises canadiennes. Notre mission consiste donc notamment à aider un plus grand nombre de sociétés à emprunter cette avenue. Au Groupe TMX, notre objectif commun est d'améliorer les marchés et de favoriser les idées audacieuses, et c'est fort de notre histoire que nous tenions cet engagement pour favoriser un avenir viable.

De meilleurs marchés signifient des flux de capitaux plus efficaces, ce qui permet aux sociétés canadiennes de toute taille et de tout secteur de financer leurs stratégies commerciales, d'investir dans l'innovation et, en fin de compte, de devenir le prochain grand succès mondial bien de chez nous. Nous estimons avoir la responsabilité de les aider en facilitant l'investissement dans les sociétés canadiennes, en renforçant la prospérité économique et en soutenant la compétitivité mondiale.

Dans cette optique, le Groupe TMX vous soumet quelques recommandations stratégiques dans le but d'améliorer l'accès aux capitaux au Canada. Premièrement, nous recommandons de rendre permanent le crédit d'impôt pour l'exploration minière, ou CIEM. Ce crédit est un incitatif essentiel conçu pour encourager l'investissement dans l'industrie canadienne de l'exploration minière; cependant, il continue de reposer sur des renouvellements à court terme, dont le plus récent de deux ans seulement. Ce cycle d'expiration et de renouvellement crée une incertitude inutile pour les entreprises et les investisseurs. La pérennisation du crédit assurerait une plus grande prévisibilité et renforcerait la confiance des investisseurs dans le secteur canadien de l'exploration minière.

During the recent PDAC mining convention in Toronto, this point was underscored by unanimous consent from mining companies present at the industry round table with the Deputy Minister of Natural Resources.

Second, we support expanding the use of flow-through shares to additional high-growth sectors. Flow-through shares are a uniquely Canadian policy tool that has successfully de-risked investment in high-risk sectors, like mining, and helped to establish Canada as a global leader in mineral exploration financing. Expanding this mechanism to other emerging industries, like AI or defence, would help unlock new investment and support innovation across the Canadian economy.

Third, we recommend creating a more competitive tax environment for investment in Canadian companies. As one example, reducing capital gains taxes on investments in Canadian companies would encourage greater domestic investment, improve productivity and help attract and retain capital within Canada's economy.

Finally, we welcome the government's recent improvements to the Scientific Research and Experimental Development program, which represent meaningful progress in supporting innovation and productivity. For the first time, eligible Canadian public corporations now have access to a 35% refundable tax credit on up to \$6 million in qualifying R&D expenditures, correcting a long-standing imbalance that excluded public companies from this key support.

The recommendations I have outlined today are practical steps that can help ensure Canada's capital markets remain a power engine of innovation, investment and economic prosperity.

Thank you again for the opportunity to appear before the committee. I look forward to your questions.

**The Chair:** Thank you, Mr. Creech.

We now invite Mr. Carleton to share his opening remarks with us. Welcome. You have the floor.

**Richard Carleton, Chief Executive Officer, Canadian Securities Exchange, CNSX Global Markets Inc.:** Thank you, Mr. Chair. I apologize for not being present in Ottawa this morning. Unfortunately, Mother Nature and the Canadian airlines and transport had other ideas, although, Mr. Creech, it was obviously easier to get in from Vancouver than it was from Toronto.

Lors du récent congrès minier de l'Association canadienne des prospecteurs et entrepreneurs à Toronto, les sociétés minières présentes à la table ronde de l'industrie avec le sous-ministre des Ressources naturelles ont approuvé cette mesure à l'unanimité.

Deuxièmement, nous appuyons l'élargissement de l'utilisation des actions accréditatives à d'autres secteurs à forte croissance. Les actions accréditatives sont un outil stratégique typiquement canadien qui a réussi à réduire les risques liés aux investissements dans des secteurs à risque élevé, comme l'exploitation minière, et qui a aidé à faire du Canada un chef de file mondial en matière de financement de l'exploration minière. L'élargissement de ce mécanisme à d'autres industries émergentes, comme l'intelligence artificielle ou la défense, aiderait à débloquer de nouveaux investissements et à soutenir l'innovation dans l'ensemble de l'économie canadienne.

Troisièmement, nous recommandons de créer un environnement fiscal plus concurrentiel pour l'investissement dans les entreprises canadiennes. Par exemple, la réduction de l'impôt sur les gains en capital pour les investissements dans ces entreprises stimulerait l'investissement national, améliorerait la productivité et aiderait à attirer et à retenir des capitaux dans l'économie canadienne.

Enfin, nous saluons les récentes améliorations apportées par le gouvernement au programme de la recherche scientifique et du développement expérimental, qui représentent des progrès significatifs dans le soutien à l'innovation et à la productivité. Pour la première fois, les sociétés publiques canadiennes admissibles ont maintenant accès à un crédit d'impôt remboursable de 35 % sur un maximum de 6 millions de dollars de dépenses admissibles en recherche et développement, corrigeant ainsi un déséquilibre de longue date qui excluait les sociétés publiques de ce soutien essentiel.

Les recommandations que je viens de vous présenter sont des mesures pratiques qui peuvent contribuer à ce que les marchés financiers du Canada demeurent un moteur puissant de l'innovation, de l'investissement et de la prospérité économique.

Je vous remercie encore une fois de m'avoir donné l'occasion de comparaître devant le comité. Je serai heureux de répondre à vos questions.

**Le président :** Merci, monsieur Creech.

Nous invitons maintenant M. Carleton à nous présenter sa déclaration préliminaire. Bienvenue. Vous avez la parole.

**Richard Carleton, chef de la direction, Bourse des valeurs canadiennes, CNSX Global Markets Inc. :** Merci, monsieur le président. Je m'excuse de ne pas être à Ottawa ce matin. Malheureusement, dame Nature et les compagnies aériennes canadiennes en ont décidé autrement, même si de toute évidence, monsieur Creech, il était plus facile de venir de Vancouver que de Toronto.

I am the CEO of the Canadian Securities Exchange, or CSE. I have held this position for 15 years. My career in the Canadian corporate finance community dates back to the late 1980s and includes executive management roles with the Toronto Stock Exchange.

The CSE is a recognized securities exchange operating across Canada, with primary regulatory oversight provided by the Ontario Securities Commission and the BC Securities Commission. We are headquartered in Toronto, with a significant staff complement in Vancouver, and we have staff members in Montreal and in Calgary.

The organization is a Canadian success story in its own right. We were a start-up in 2002-03. We have raised \$38.5 million over the course of our existence to fund what we believe is a more efficient, cost-effective approach to the public capital markets for small- and medium-sized enterprises in Canada.

We have literally walked in the shoes of the issuers we work with to bring it to the public capital markets.

I have included background materials in the remarks, which include the size of the organization and our development over the years, but we've lost two companies since I submitted my remarks this morning. We list 737 active companies — no CPCs, no ETFs and no funds. These are active corporate issuers, and over the last five years, the Canadian Securities Exchange has listed approximately 50% of the companies coming into the Canadian market.

As we think about the issues confronting public capital in Canada, we need to understand our position in the world. We often talk about the uniqueness of the Canadian marketplace, and one of the issues, of course, is the very high retail participation rates in these markets, particularly in the early-stage capital markets in Canada historically.

In truth, our only peers at the participation rate level are the United States and Australia. However, we can't be drawing conclusions from other markets because, again, they are too different. They just don't have the retail participation that Canadians offer to companies looking for growth capital.

They have been very important. We have built the mining industry in Canada with tremendous support from the retail sector. We saw the legal cannabis industry — in Canada and elsewhere — funded principally by the retail sector. More recently, the blockchain, AI and crypto-currency sectors have been funded principally by the retail sector in Canada.

Je suis le chef de la direction de la Bourse des valeurs canadiennes, ou CSE. J'occupe ce poste depuis 15 ans. Ma carrière dans le milieu canadien du financement des entreprises remonte à la fin des années 1980 et j'ai occupé notamment des postes de direction à la Bourse de Toronto.

La CSE est une bourse des valeurs mobilières reconnue qui exerce ses activités partout au Canada et dont la surveillance réglementaire est assurée principalement par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique. Notre siège social se trouve à Toronto, et nous avons un effectif important à Vancouver ainsi que des employés à Montréal et à Calgary.

La Bourse est une réussite canadienne en soi. Nous étions une entreprise en démarrage en 2002-2003. Nous avons recueilli 38,5 millions de dollars au cours de notre existence pour financer ce que nous croyons être une approche plus efficace et moins coûteuse d'accéder aux marchés publics de capitaux pour les petites et moyennes entreprises au Canada.

Nous nous sommes littéralement mis à la place des sociétés émettrices avec lesquelles nous travaillons pour utiliser cette approche sur les marchés de capitaux publics.

J'ai inclus des documents de référence dans mes observations, qui comprennent la taille de notre organisme et notre évolution au fil des ans, mais nous avons perdu deux sociétés depuis que j'ai soumis mes observations ce matin. Nous avons 737 sociétés actives inscrites — pas de société de capital de démarrage, pas de fonds négociés en bourse et pas de fonds. Il s'agit de sociétés émettrices actives, et au cours des cinq dernières années, la Bourse des valeurs canadiennes a inscrit environ 50 % des sociétés qui entrent sur le marché canadien.

Dans l'examen des enjeux liés aux marchés publics de capitaux au Canada, il faut comprendre la place qu'occupe le Canada dans le monde. On parle souvent du caractère unique du marché canadien, et l'un des éléments importants, bien sûr, ce sont les taux de participation très élevés des investisseurs individuels dans ces marchés, en particulier dans les marchés du capital de démarrage au Canada, historiquement.

En fait, nos seuls homologues ayant des taux de participation comparables sont les États-Unis et l'Australie. On ne peut toutefois pas tirer de conclusions à propos des autres marchés parce que, encore une fois, ils sont trop différents. Les taux de participation des investisseurs individuels dans les sociétés à la recherche de capitaux de croissance ne sont pas les mêmes qu'au Canada.

Ces investisseurs ont été très importants. Nous avons bâti l'industrie minière au Canada en bénéficiant d'un énorme soutien du secteur des investisseurs individuels. Nous avons pu constater que l'industrie du cannabis légal — au Canada et ailleurs — était principalement financée par ce secteur. Plus récemment, les secteurs de la chaîne de blocs, de l'intelligence

We also need to think about where we are and understand the interplay between public and private capital sources. Private equity, in many respects, can be seen as a continuum or part of the overall process. At least, that was the way people used to think about it. Early-stage companies would receive angel funding. They would see venture capital in the very early stages, and then when appropriately mature, they would come into the public capital markets, providing a liquidity event for early investors.

Increasingly, that is not the case. In fact, what we are seeing is that private equity sources are increasingly more competitive than public capital sources for a variety of reasons, which I will get into in the remarks.

In the first instance, we've effectively cut off retail capital from accessing early-stage investment opportunities in the public markets. Self-directed investors, by definition, can't participate in IPO or prelisting funding.

Accounts that are managed by investment advisers at large Canadian financial institutions, generally speaking, cannot and will not recommend participation in these investments for a variety of reasons that, again, we can get into.

In many cases, private equity is prepared to offer higher valuations than the public markets are, as they traditionally look at discounted future earnings as the chief way of valuing a company. Instead, the private markets are really looking at growth, and they will figure out how to get to profitability at some point in the future.

As I appreciate the committee has time limitations and given the interesting part of this conversation will clearly be in the question-and-answer period, I have set out a few rapid-fire high-impact issues.

Clearly, as Mr. Creech pointed out, tax policy is critical. We have to be convinced that the overall rate of personal income tax supports the productivity and investment goals in Canada. We may not measure up very well in that regard against some of the competitive economies. We know for sure that individual investors are extremely sensitive to changes in capital gains policy. With the proposed increase in the inclusion rate in 2024, we saw the tap virtually run dry.

artificielle et des cryptomonnaies ont été aussi principalement financés par le secteur des investisseurs individuels au Canada.

Il faut également examiner la situation actuelle et comprendre l'interaction entre les sources de capitaux publics et privés. À bien des égards, le capital d'investissement privé peut être considéré comme un continuum ou une partie du processus global. C'était du moins la façon dont les gens avaient l'habitude de voir les choses. Les entreprises en démarrage recevaient du financement providentiel. Elles obtenaient du capital de risque dès les premières étapes, puis, lorsqu'elles arrivaient à maturité, elles se tournaient vers les marchés de capitaux publics, en offrant un événement de liquidité aux premiers investisseurs.

Toutefois, on constate de plus en plus que ce n'est pas le cas et que les sources de capital d'investissement privé sont plus concurrentielles que les sources de capitaux publics pour diverses raisons, dont je pourrai vous parler plus en détail.

Au départ, on a effectivement empêché les investisseurs individuels d'accéder aux possibilités d'investissement à un stade précoce sur les marchés publics. Les investisseurs autonomes, par définition, ne peuvent pas participer au premier, ou pré-premier, appel public à l'épargne.

Les comptes qui sont gérés par les conseillers en placement de grandes institutions financières canadiennes, en général, ne peuvent pas et ne vont pas recommander la participation à ces investissements pour diverses raisons que, encore une fois, nous pourrions examiner plus en détail.

Dans de nombreux cas, le capital d'investissement privé est prêt à offrir des valorisations plus élevées que les marchés publics, qui considèrent habituellement les bénéfices futurs actualisés comme la principale façon d'évaluer une entreprise. Au lieu de cela, les marchés privés examinent la croissance, et ils vont trouver un moyen d'atteindre la rentabilité à un moment donné dans l'avenir.

Je comprends que le comité a des contraintes de temps et que la partie intéressante de la discussion se déroulera manifestement pendant la période de questions, alors je vais vous parler rapidement de quelques enjeux à incidence élevée.

De toute évidence, comme M. Creech l'a souligné, la politique fiscale est un élément crucial. Sommes-nous convaincus que le taux global de l'impôt sur le revenu des particuliers soutient les objectifs de productivité et d'investissement au Canada? Dans ce domaine, nous ne faisons peut-être pas très bonne figure face à certaines économies concurrentielles. Nous savons avec certitude que les investisseurs individuels sont extrêmement sensibles aux changements apportés à la politique sur les gains en capital. Lors de l'augmentation proposée du taux d'inclusion en 2024, nous avons vu le robinet pratiquement se tarir.

We agree completely with TMX Group's positions on flow-through shares, the Scientific Research and Experimental Development, or SR&ED, credits and the mineral exploration tax credit. It is unforgivable that we continue to have the flow-through share program approved on an annual basis only, providing the kind of uncertainty that was referred to by Mr. Creech.

We'll get into some of the details in the conversation, but the traditional IPO is dead, and it's not coming back for small- and medium-sized companies. We have seen a complete abandonment from institutional capital of the early-stage market. Canadian pension funds don't buy small-cap stocks.

We need to take a look at the existing support programs too. Levels of government across Canada are exceedingly generous with a number of different industry groups which have been identified as critical, strategic or whatever. It's not clear if we are properly evaluating the effectiveness of those programs, and, in fact, we may be crowding out public investment opportunities. One of my big concerns is we are creating a farm team for U.S. venture capital and private equity or trade sales.

The lack of harmonization of provincial securities regulation is, in fact, one of the biggest trade barriers that exists in Canada. Mr. Creech referred to the CPC program, which is the most popular means of going public on the TSX Venture Exchange. The Canadian Securities Exchange cannot offer a CPC program because the Ontario Securities Commission, one of our principal regulators, is opposed to that means of accessing public capital. Mr. Creech's exchange is not regulated by the Ontario Securities Commission but instead by the BC Securities Commission and the Alberta Securities Commission. That's just a simple example of how a lack of harmonization of regulation can impinge access to public capital. It is a tool we cannot use.

Last but not least, I have some thoughts to share — and I'm sure we'll get into it during the conversation — about offering greater retail access to private equity as a means of solving some of these issues.

It's safe to say we are not in favour of many of the measures that have been proposed over the last few weeks, and I believe that we should instead be focusing our efforts on important reforms to the public capital markets and improving retail access to those financial opportunities. Thank you, Mr. Chair.

Nous sommes tout à fait d'accord avec les positions du Groupe TMX sur les actions accréditatives, les crédits d'impôt pour la recherche scientifique et le développement expérimental, ou RS&DE, et le crédit d'impôt pour l'exploration minière. Il est inacceptable que le programme d'actions accréditatives continue d'être approuvé sur une base annuelle seulement, ce qui crée le genre d'incertitude dont M. Creech a parlé.

Nous en parlerons plus en détail dans les discussions, mais le premier appel public à l'épargne traditionnel est mort, et il ne reviendra pas pour les petites et moyennes entreprises. Nous avons constaté que le capital institutionnel s'est complètement retiré du marché des entreprises en démarrage. Les fonds de pension canadiens n'achètent pas d'actions à faible capitalisation.

Il faut également examiner les programmes de soutien existants. Les ordres de gouvernement au Canada sont extrêmement généreux avec un certain nombre de groupes industriels qui ont été désignés comme essentiels, stratégiques, ou peu importe. Il n'est pas clair si on évalue correctement l'efficacité de ces programmes et, en fait, on risque d'écarter ainsi des possibilités d'investissement public. L'une de mes grandes préoccupations, c'est qu'on est en train de créer un « farm club », une filiale, pour le capital de risque américain et le capital d'investissement privé ou les cessions industrielles.

Le manque d'harmonisation de la réglementation provinciale des valeurs mobilières est, en fait, l'un des plus grands obstacles au commerce au Canada. M. Creech a parlé du programme des sociétés de capital de démarrage, soit le moyen le plus populaire d'avoir accès à la Bourse de croissance TSX. La Bourse canadienne des valeurs ne peut pas offrir ce programme parce que la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, l'un de nos principaux organismes de réglementation, s'oppose à ce moyen d'accéder à des capitaux publics. La bourse de M. Creech n'est pas réglementée par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, mais par la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique et la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta. Ce n'est qu'un exemple de la façon dont un manque d'harmonisation de la réglementation peut entraver l'accès aux capitaux publics. C'est un outil que nous ne pouvons pas utiliser.

Enfin, j'aimerais vous faire part de quelques réflexions — et je suis sûr que nous en parlerons au cours des discussions — sur la possibilité d'offrir aux investisseurs individuels un meilleur accès au capital d'investissement privé comme moyen de résoudre certains de ces problèmes.

Je dirai simplement que nous ne sommes pas favorables à bon nombre des mesures qui ont été proposées au cours des dernières semaines, et je crois que l'on devrait plutôt concentrer les efforts sur d'importantes réformes des marchés publics de capitaux et sur l'amélioration de l'accès des investisseurs individuels à ces possibilités financières. Merci, monsieur le président.

**The Chair:** Thank you to the both of you. Those were informative opening remarks. I think we'll have an interesting session.

Colleagues, we have 45 minutes left. I suggest we limit ourselves to five minutes each, and we'll see if it's possible to continue after that. We will start with our deputy chair, Senator Varone.

**Senator Varone:** Hopefully, I will get two questions in, but here is my first one. Mr. Carleton, it's been my experience that — and I only read about the public markets, as I'm not very much involved — you are never rewarded for your abundant successes but you're constantly vilified for the rare failures. In terms of compliance enforcement against bad actors, does the Canadian Securities Exchange have the right tools and the right capitalization to investigate and pursue the bad actors and bring them to justice? Are the penalties commensurate with the infractions, or do the bad actors feel it is just the cost of doing business?

**Mr. Carleton:** You may think it is a fairly simple and straightforward question, but securities regulation in Canada is a multi-layered approach. At the top of the heap, you have the securities commissions who have broad powers of investigation and resources to police, investigate and ultimately prosecute the bad actors.

From the market supervision perspective, we have the Canadian Investment Regulatory Organization, or CIRO, and they police activity on the markets, so it's the trading conduct. The principal folks under their jurisdictional purview are the dealers, so they are looking at trading across all markets, including the TSX Venture Exchange, the CSE and so on.

For the Canadian Securities Exchange and the other exchanges in Canada, our primary jurisdiction is over the issuers, so with the assistance of the securities commissions, we primarily ensure that the continuous disclosure provided by the companies is up to date.

In terms of accuracy, that is, in many respects, up to the market to determine or at least to evaluate the risk of the information that is being disclosed. But we are constantly working with CIRO and the respective securities commissions, whether it is on the investment side or the trading side, to keep at bay the bad actors, as you describe them, or at least the behaviour which is contrary to the interests of the marketplace.

Our jurisdiction as a self-regulatory organization is really limited to the issuers, and we have very limited tools to punish the bad actors. In many cases, the only tool in our kit is to suspend the company from trading. As a result, in some cases, that can be unfortunate for the existing shareholders of the

**Le président :** Merci à vous deux. Vos déclarations préliminaires étaient très instructives. Je pense que nous aurons une séance intéressante.

Chers collègues, il nous reste 45 minutes. Je propose que nous nous limitions à cinq minutes chacun, et nous verrons s'il est possible de continuer par la suite. Nous allons commencer par le vice-président, le sénateur Varone.

**Le sénateur Varone :** J'espère pouvoir poser deux questions, mais voici ma première. Monsieur Carleton, d'après mon expérience — et je ne lis que sur les marchés publics, car je ne participe pas beaucoup —, vous n'êtes jamais récompensés pour vos nombreux succès, mais constamment vilipendés pour vos rares échecs. En ce qui concerne l'application de la loi contre les acteurs malveillants, la Bourse des valeurs canadiennes dispose-t-elle des bons outils et de la bonne capitalisation pour enquêter et poursuivre ces acteurs et les traduire en justice? Les sanctions sont-elles proportionnelles aux infractions, ou ces acteurs ont-ils l'impression que c'est simplement le prix à payer pour faire des affaires?

**M. Carleton :** On peut penser qu'il s'agit d'une question assez simple, mais la réglementation des valeurs mobilières au Canada est une approche à plusieurs niveaux. Au sommet, il y a les commissions des valeurs mobilières, qui ont de vastes pouvoirs d'enquête et des ressources pour surveiller, enquêter et, en fin de compte, poursuivre les acteurs malveillants.

Du point de vue de la surveillance du marché, nous avons l'Organisme canadien de réglementation des investissements, l'OCRI, qui surveille les activités sur les marchés, soit la conduite des opérations. Ceux qui relèvent de sa compétence sont principalement les courtiers, et il examine donc les opérations sur tous les marchés, y compris la Bourse de croissance TSX, la Bourse des valeurs canadiennes, etc.

Pour ce qui est de la Bourse des valeurs canadiennes et des autres bourses au Canada, notre principale compétence concerne les émetteurs, et avec l'aide des commissions des valeurs mobilières, nous nous assurons principalement que la divulgation continue fournie par les entreprises est à jour.

Pour ce qui est de l'exactitude, à bien des égards, c'est au marché de déterminer ou du moins d'évaluer le risque lié à l'information qui est divulguée. Cependant, nous travaillons constamment avec l'OCRI et les commissions des valeurs mobilières respectives, côté investissements ou côté opérations, pour tenir à distance les acteurs malveillants, comme vous les dites, ou du moins les comportements qui vont à l'encontre des intérêts du marché.

Notre compétence en tant qu'organisme autoréglementé se limite vraiment aux émetteurs, et nous disposons d'outils très limités pour punir les acteurs malveillants. Dans bien des cas, le seul outil dont nous disposons consiste à suspendre les opérations de la société. C'est malheureux dans certains cas pour

company if they are deprived of the market, so it is a bit of a blunt instrument.

CIRO has the power to work with the dealers and, eventually, have fining power and deprive people of their registrations, and the securities commissions have the power to exact additional fines and, in fact, impose jail sentences if those are called for in those particular cases.

**Senator Fridhandler:** Thank you for joining us today and for your introductory remarks. Those were very helpful.

There was an allusion to the barriers to retail investors participating in the marketplace. The balance between “know your client” and “know your product,” in my view, and then some of the exempt thresholds are overkill on the part of the regulators in terms of allowing market participation. Earlier witnesses have said that we let people buy crypto-currency, go to the casino and blow their brains out, but we don’t let people participate in the junior markets.

I would like to hear both of your comments on the overregulation or the extensive barriers to people getting into the junior market.

**Mr. Creech:** Thanks for the question.

Yes, we do see that a fair bit, so decreasing regulatory burden would definitely enable more retail participation in the markets. There are subscription forms that investors need to sign to participate in financings that are extensive. Then there is the burden on the regulatory side in terms of the brokerage houses that play in the public sector, and they have oversight by their compliance departments as well.

Having someone participate in relatively modest financing for a venture-sized issuer is extremely difficult, as you noted.

With the self-registered funds, it is hard for them to participate without actually having these broker accounts. There is also gamification out there right now. There are a lot of alternatives. People are investing and taking their risk capital and deploying that more in the online-form gaming apps that are out there.

**Mr. Carleton:** Senator Fridhandler, you are absolutely right: We have seen a migration of how early-stage capital formation takes place away from the IPO to the non-offering prospectus. What happens now in just about every case where a company is going public is that it will raise the money privately using, typically, the exempt investor or accredited investor — depending on whether you’re in the United States or Canada — exemption to the prospectus requirement. That money is raised,

ses actionnaires qui se voient alors privés du marché. C’est donc un instrument un peu brutal.

L’OCRI a le pouvoir de travailler avec les courtiers et, en fin de compte, d’imposer des amendes et de priver les gens de leur enregistrement, et les commissions des valeurs mobilières ont le pouvoir d’imposer des amendes supplémentaires et, en fait, d’imposer des peines d’emprisonnement si elles sont nécessaires dans ces cas particuliers.

**Le sénateur Fridhandler :** Je vous remercie de vous être joints à nous aujourd’hui et de nous avoir présenté vos observations préliminaires. C’était très utile.

On a fait allusion aux obstacles qui empêchent les investisseurs individuels de participer au marché. À mon avis, l’équilibre entre « connaître son client » et « connaître son produit » et certains seuils d’exclusion sont excessifs de la part des organismes de réglementation en ce qui concerne la participation au marché. Des témoins précédents ont dit qu’on laisse les gens acheter des cryptomonnaies, aller au casino et se faire exploser la cervelle, mais qu’on ne laisse pas les gens participer aux marchés secondaires.

J’aimerais vous entendre tous les deux sur la surréglementation ou les obstacles importants qui empêchent les gens d’accéder aux marchés secondaires.

**M. Creech :** Merci de la question.

Oui, c’est quelque chose que l’on voit assez souvent. Il ne fait aucun doute qu’un allègement du fardeau réglementaire favoriserait une plus grande participation sur les marchés. Les investisseurs doivent signer des bulletins de souscription détaillés s’ils veulent participer au financement. Il y a aussi le fardeau réglementaire qui pèse sur les maisons de courtage qui œuvrent dans le secteur public. Elles sont également soumises à la surveillance de leurs services de conformité.

Comme vous l’avez signalé, il est extrêmement difficile de trouver des investisseurs pour un financement relativement modeste destiné à un émetteur de taille modeste.

Avec les fonds en libre-service, il est difficile de participer sans avoir de comptes de courtage. Il y a également une tendance à la ludification. Les solutions de rechange sont nombreuses. Les gens investissent et consacrent davantage leur capital-risque aux applications de jeux en ligne sur le marché.

**M. Carleton :** Sénateur Fridhandler, vous avez tout à fait raison. Nous avons assisté à une évolution dans la manière dont le capital initial est obtenu, qui s’est détournée du premier appel public à l’épargne pour se tourner vers les prospectus non reliés à un placement. Aujourd’hui, dans pratiquement tous les cas où une entreprise entre en bourse, elle amasse des fonds de manière privée en recourant, généralement, à l’exemption de l’obligation de prospectus réservé aux investisseurs exemptés ou aux

in effect, from wealthy people and, in many respects, from offshore as well. You will note from some of my materials that there is a lot of participation from the United States, Western Europe and offshore, in addition to B.C. and Ontario being the two largest contributors to capital formation in Canada.

What happens is that these securities will be distributed privately to a relatively small group of individuals, funds, family offices and so on. Then they will do the non-offering prospectus to qualify the securities for listing on the exchange. Then when they come onto the exchange, they tend to not have as broad a distribution as they would get under the IPO, so price discovery is harmed, volatility is increased, generally speaking, and it can make it a bit more challenging for the company to raise follow-on capital as a result of that relatively thin public market they have.

Of course, the benefit of the IPO is that you see a broad inclusion in that offering, with significantly more shareholders, better liquidity, better price discovery and a better opportunity for the company to raise secondary funds once they are in the public markets.

I should add that last year in Canada, there were 10 IPOs. The CSE did five of them and, I think, raised a grand total, in our case, of \$8 million with those five IPOs, which tells you that all they were doing was qualifying securities that had already been or previously issued to investors. This year, in the first two months, there have been three IPOs, all of them done on the Canadian Securities Exchange. Again, that market has effectively dried up because who would you syndicate the offering to? You will not syndicate it to bank retail clients. Obviously, the self-directed money is off limits completely, and that is where the majority of retail assets are going. Exchange-traded funds, or ETFs, aren't going to be buying a new offering where the old mutual fund money used to be. The only time you will see institutional participation in an IPO is when the company has a reasonable prospect for joining the S&P/TSX Composite Index.

**Senator C. Deacon:** Thank you, Mr. Carleton and Mr. Creech, for being with us. It's been really excellent testimony so far.

We did a report three years ago called *Needed: An Innovation Strategy for the Data-Driven Economy*. We saw a lot of challenges facing Canada's highest-growth companies. As someone who has come from that space, one of the ones I've seen is the need for a liquidity event as early investors get to a

investisseurs accrédités — selon que l'on se trouve aux États-Unis ou au Canada. Ces fonds sont amassés auprès de personnes fortunées et, dans bien des cas, à l'étranger. Vous remarquerez dans certains de mes documents qu'il y a une forte participation des États-Unis, de l'Europe de l'Ouest et de l'étranger, en plus de la Colombie-Britannique et de l'Ontario, qui sont les deux principaux contributeurs à la formation de capital au Canada.

Ces titres seront distribués de manière privée à un groupe relativement restreint de particuliers, de fonds, de bureaux de gestion du patrimoine, etc. Des prospectus non reliés à un placement seront ensuite rédigés afin de rendre les titres admissibles à la cotation en bourse. Une fois cotés, les titres ont tendance à ne pas bénéficier d'une diffusion aussi vaste que celle qu'ils auraient obtenue dans le cadre d'un premier appel public à l'épargne, ce qui nuit à la détermination des prix, accroît la volatilité, de façon générale, et peut rendre un peu plus difficile pour l'entreprise d'amasser des capitaux supplémentaires en raison de la relative faiblesse du marché public.

Bien entendu, l'avantage d'un premier appel public à l'épargne est qu'il inclut plus de personnes, soit un nombre beaucoup plus important d'actionnaires, une meilleure liquidité, une meilleure détermination des prix et de meilleures possibilités pour l'entreprise d'amasser des fonds secondaires une fois qu'elle est cotée en bourse.

Je tiens à ajouter que l'année dernière, au Canada, il y a eu 10 premiers appels publics à l'épargne. La Bourse des valeurs canadiennes, ou CSE, en a réalisé cinq et, si je me souviens bien, a permis d'amasser au total 8 millions de dollars. Cela montre qu'elle ne faisait que certifier des titres qui avaient déjà été émis à des investisseurs. Cette année, au cours des deux premiers mois, il y a eu trois premiers appels publics à l'épargne, tous réalisés sur la Bourse des valeurs canadiennes. Encore une fois, ce marché s'est tari, car à qui pourriez-vous syndiquer l'offre? Vous ne le feriez pas auprès des clients des banques. De toute évidence, les fonds autogérés sont totalement hors de portée, et c'est là que va la majorité des actifs. Les fonds négociés en bourse, ou FNB, ne vont pas acheter une nouvelle offre où se trouvaient auparavant les fonds communs de placement traditionnels. La seule fois où vous verrez une participation institutionnelle dans un premier appel public à l'épargne, c'est lorsque la société a des chances raisonnables d'intégrer l'indice composé S&P/TSX.

**Le sénateur C. Deacon :** Merci, messieurs Carleton et Creech, d'être des nôtres. Les témoignages sont excellents jusqu'ici.

Nous avons publié un rapport il y a trois ans intitulé *La nécessité d'une stratégie en innovation pour une économie fondée sur les données*. Nous avons constaté que les entreprises canadiennes à la croissance la plus rapide étaient confrontées à de nombreux défis. Comme j'ai déjà œuvré dans ce domaine,

certain age of the investment that they put in, and that is usually put into their deal when they are putting the money into the company.

Regarding liquidity events, inevitably what dominates is acquisition by a foreign entity, so we don't get that future growth. Just as these companies are starting to scale and have their go-to-market strategy clear, and just as they're raising money to put the pedal to the metal and grow their companies, we lose them. As someone who started his career in the investment industry in the 1970s and 1980s, I see a huge vacuum around independent investment dealers.

We used to have a vibrant owner-operator market of investment dealers across this country that would have participation in early-stage investments. Now the industry is entirely dominated by the big six banks, and it seems the regulatory structure suits the banks because it's a very heavy regulatory structure, and the burden is too much for our independent dealers.

As part of the issue you've been speaking about, Mr. Carleton, and I think we spoke about this earlier, Mr. Creech, how do we reverse that trend and get the decision making away from six doors and instead broadened out to a number of owner-operators and independent dealers run by those who are putting their own money at risk?

I will start with you, Mr. Creech, followed by Mr. Carleton.

**Mr. Creech:** Great. Thanks for that question.

You mentioned a liquidity event. The TSX Venture Exchange is a public market, yes, but when issuers list with us, they are not listing for a liquidity event on day one. The TSX Venture Exchange is a growth platform. It's where small enterprises can come and list, access capital and use their shares for acquisition — so they can either pay cash or issue shares that have a quoted trading price — to build their business. Usually, it is combined with a roll-up strategy, where they are accessing capital from the markets and also acquiring other entities out there.

As it relates to growing their business, it is a two-stage process. They, then, execute upon their business plan, have some success, move to the TSX and graduate there and then access broader pools of capital.

l'un des défis que j'ai observés est la nécessité d'un événement de liquidité, car les premiers investisseurs atteignent un certain stade dans la durée de leur investissement, et c'est généralement prévu dans leur contrat dès qu'ils injectent de l'argent dans l'entreprise.

En ce qui concerne les événements de liquidités, ce sont inévitablement les acquisitions par des entités étrangères, ce qui nous prive de cette croissance future. Au moment où ces entreprises commencent à prendre de l'expansion et ont une stratégie de commercialisation claire, et alors qu'elles amassent des fonds pour passer à la vitesse supérieure et croître, nous les perdons. Ayant débuté ma carrière dans le secteur de l'investissement dans les années 1970 et 1980, je vois un énorme vide autour des courtiers indépendants.

Il y avait autrefois dans tout le pays un marché dynamique de propriétaires-exploitants qui participaient à des investissements de démarrage. L'industrie est désormais entièrement dominée par les six grandes banques, et il semble que la structure réglementaire leur soit favorable, car elle est très contraignante, et le fardeau est trop lourd à supporter pour les courtiers indépendants.

Pour revenir sur le sujet que vous avez évoqué, monsieur Carleton, et je pense que nous en avons déjà discuté tout à l'heure, monsieur Creech, comment pouvons-nous inverser cette tendance et veiller à ce que la prise de décision ne repose plus uniquement sur six acteurs, mais soit au contraire élargie à un certain nombre de propriétaires-exploitants et courtiers indépendants qui mettent leur propre argent à risque?

Je vais commencer avec vous, monsieur Creech, puis ce sera au tour de M. Carleton.

**M. Creech :** Excellent. Merci de la question.

Vous avez mentionné un événement de liquidité. La Bourse de croissance TSX est un marché public, mais quand les émetteurs s'y inscrivent, ce n'est pas dans le but de réaliser un événement de liquidité dès le premier jour. La Bourse de croissance TSX est une plateforme de croissance. C'est où les petites entreprises peuvent s'inscrire, accéder à des capitaux ou utiliser leurs actions à des fins d'acquisition — afin de pouvoir payer en espèces ou d'émettre des actions cotées en bourse — pour faire croître leur entreprise. Habituellement, c'est combiné à une stratégie de regroupement, dans le cadre de laquelle elles accèdent à des capitaux sur les marchés et acquièrent également d'autres entités.

Pour ce qui est de faire croître leur entreprise, c'est un processus en deux étapes. Les entreprises mettent ensuite leur plan d'affaires en œuvre, obtiennent un certain succès, rejoignent la Bourse TSX, puis ont accès à des sources de financement plus importantes.

As it relates to possibly being taken out by other enterprises south of the border or the deeper private pools of capital out there, as Mr. Carleton mentioned at the start, sometimes they can find a better valuation in the private markets. What makes it more interesting for management is that we have to set the preconditions to make investing in the Canadian capital markets more interesting. That is the tax reform and supporting the market infrastructure out there as well. When you invest in infrastructure, not only just roads, bridges and airports, you invest in the Canadian capital market infrastructure as well. We are doing our part too because last year, we invested in a critical CDS clearing platform to make the technology more efficient to clear all the trades and settlement from that perspective.

**Mr. Carleton:** We have to figure out how to unleash the retail capital that is available. Yes, some of it is with the independent dealers. A good deal of it is actually in the self-directed accounts, which are either with the disruptor brokers or inside the big banks.

A way to do that is by looking very carefully at the accredited investor definition or exemption and broadening it.

As you say, we let people who are in a disruptor account buy crypto or other high-risk investments, yet we deprive them of the opportunity to invest in pre-public offerings, like a distribution done through an exemption to the accredited investor definition.

Getting back to interprovincial trade barriers, in some provinces, they have expanded the definition and permit individuals to self-identify and self-certify as accredited investors. In Ontario, we can't. So if you're running a national brokerage operation, whether you're a large bank, an independent dealer or whatever, it raises the risk and compliance issues associated with attempting to put those dollars to work.

I think that is a key area that we can look at. Certainly, Mr. Creech's comments about tax policy are absolutely critical.

Again, I echo the concerns that you have expressed: We're seeing a lot of private companies which have been funded and supported through a variety of programs but never see the light of day in the Canadian public markets. Instead, they are looking for a trade sale or a quick trip down to Boston, New York or Silicon Valley for a seed round or an A round from U.S.-based venture capital.

En ce qui concerne le risque d'être rachetées par d'autres entreprises au sud de la frontière ou par des sources de capitaux privés plus importantes, comme M. Carleton l'a mentionné au début, il arrive parfois qu'elles obtiennent une meilleure valeur sur les marchés privés. Ce qui rend la situation intéressante pour la direction, c'est que nous devons établir des conditions préalables pour rendre l'investissement sur les marchés financiers canadiens plus attrayant. C'est la réforme fiscale et le soutien à l'infrastructure des marchés. Lorsque vous investissez dans les infrastructures, pas seulement dans les routes, les ponts et les aéroports, vous investissez dans l'infrastructure des marchés financiers canadiens également. Nous faisons notre part aussi, car l'an dernier, nous avons investi dans une plateforme de compensation CDS essentielle afin de rendre la technologie plus efficace pour compenser toutes les transactions et le règlement de ce point de vue.

**M. Carleton :** Nous devons trouver le moyen de mobiliser les capitaux disponibles. On retrouve une partie de ces capitaux chez les courtiers indépendants. Une part importante se trouve dans les comptes autogérés, qu'ils soient administrés par des courtiers disrupteurs ou dans les grandes banques.

Une façon d'y parvenir est d'examiner très attentivement la définition de l'investisseur accrédité ou l'exemption et d'en élargir la portée.

Comme vous le dites, nous permettons aux titulaires de comptes disrupteurs d'acheter des cryptomonnaies ou de faire d'autres placements à risque élevé, mais nous les privons de la possibilité d'investir dans des premiers appels publics à l'épargne, comme une distribution réalisée par l'entremise d'une exemption à la définition d'investisseur accrédité.

Pour revenir aux obstacles au commerce interprovincial, certaines provinces ont élargi la définition et autorisent les particuliers à s'auto-identifier et à s'autocertifier en tant qu'investisseurs accrédités. En Ontario, ce n'est pas possible. Si vous gérez une société de courtage nationale, que ce soit une grande banque, un courtier indépendant ou peu importe, cela soulève des problèmes quant aux risques et à la conformité liés à la mise à contribution de ces fonds.

Je pense que c'est un secteur clé que nous devons examiner. Les observations de M. Creech au sujet de la politique fiscale sont absolument cruciales.

Je reprends les préoccupations que vous avez exprimées. Nous voyons qu'un grand nombre d'entreprises privées, qui ont été financées et soutenues par divers programmes, ne parviennent jamais à s'introduire sur les marchés boursiers canadiens. Elles préfèrent plutôt chercher à faire une vente ou à se rendre rapidement à Boston, à New York ou dans la Silicon Valley pour obtenir du financement de démarrage auprès de sociétés de capital-risque américaines.

**The Chair:** Thank you. I think we try to have one economy, but it seems as if we have not harmonized regulation in this country in the capital markets, as you know.

**Senator Loffreda:** Thank you, Mr. Creech and Mr. Carleton, for being here; it was excellent testimony.

Mr. Creech, you did mention in your opening remarks that Canada's most public companies are small- and medium-sized enterprises, or SMEs, which is unique to Canada.

Mr. Carleton, you mentioned that the IPOs are dead and not coming back for SMEs.

I will continue with Senator Deacon's question later on, but you would both agree that access to capital is a major concern for our SMEs. The federal government, through the Canada Growth Fund, is purchasing shares in public companies to support the critical minerals sector, which is extremely important. Should they do the same for SMEs? Would that increase listings? Should they play a more significant role in supporting them through investment in capital markets?

They currently do so through federal loans. The Business Development Bank of Canada, or BDC, plays a huge part there, and I hear many of my counterparts and former clients tell me that it's very helpful. But it's concerning because, to Senator Deacon's point, once the outside investors come in, the return on capital becomes an issue, and when it becomes an issue, you either go public or sell your company. Without mentioning those numbers — I've done it a few times at the Banking Committee here — we all know there is a lot more liquidity outside of Canada than there is in Canada. The statistics do show that when you do sell your company, many of the investors are outside of Canada.

Should the government play a bigger part in supporting SMEs? What can they do to encourage Canadian acquisitions of Canadian companies? We have two significant leaders in our industry here this morning, and I would like your points on that.

Mr. Creech, we can start with you.

**Mr. Creech:** Thank you for the question. You mentioned a few different things there: the deployment of the Canada Growth Fund and BDC. We do see BDC participate in some of our issuers, particularly in the growth and innovation sector. It's not as much on the mining side of things, but we do see issuers that have reached cash flow status participate with funding from BDC. So I definitely like to see that.

**Le président :** Merci. Je pense que nous essayons d'avoir une seule économie, mais il semble que nous n'ayons pas harmonisé les règlements sur les marchés financiers dans ce pays, comme vous le savez.

**Le sénateur Loffreda :** Merci, messieurs Creech et Carleton, d'être ici. Vos témoignages étaient excellents.

Monsieur Creech, vous avez mentionné dans votre déclaration liminaire que la plupart des sociétés cotées en bourse au Canada sont des petites et moyennes entreprises, ou PME, ce qui est unique au Canada.

Monsieur Carleton, vous avez déclaré que les introductions en bourse n'existent plus et ne reviendront pas pour les PME.

Je reviendrai plus tard sur la question du sénateur Deacon, mais vous conviendrez tous deux que l'accès au capital est une préoccupation majeure pour les PME. Le gouvernement fédéral, par l'entremise du Fonds de croissance du Canada, achète des parts dans des sociétés cotées en bourse pour soutenir le secteur des minéraux critiques, ce qui est extrêmement important. Devrait-il faire de même pour les PME? Cela augmenterait-il les inscriptions en bourse? Devrait-il jouer un rôle plus important dans leur soutien en investissant sur les marchés financiers?

Il le fait actuellement par l'entremise de prêts fédéraux. La Banque de développement du Canada, ou BDC, joue un rôle considérable à cet égard, et bon nombre de mes homologues et d'anciens clients me disent que cela leur est très utile. C'est toutefois préoccupant car, comme l'a souligné le sénateur Deacon, dès que des investisseurs externes entrent en scène, le rendement du capital devient un enjeu, et lorsque cela devient un enjeu, soit on entre en bourse, soit on vend son entreprise. Sans citer de chiffres — je l'ai fait à quelques reprises au Comité des banques —, nous savons tous qu'il y a plus de liquidités à l'extérieur du Canada qu'au Canada. Les statistiques montrent effectivement que lorsque vous vendez votre entreprise, bon nombre des investisseurs viennent de l'extérieur du Canada.

Le gouvernement devrait-il jouer un rôle plus important pour soutenir les PME? Que peut-il faire pour encourager les acquisitions d'entreprises canadiennes par des Canadiens? Nous avons parmi nous ce matin deux grands chefs de file de notre industrie, et j'aimerais connaître votre avis à ce sujet.

Monsieur Creech, nous pouvons commencer avec vous.

**M. Creech :** Je vous remercie de la question. Vous avez mentionné plusieurs points : le déploiement du Fonds de croissance du Canada et de la BDC. Nous constatons que la BDC s'engage auprès de certains de nos émetteurs, notamment dans le secteur de la croissance et de l'innovation. C'est moins le cas dans le secteur minier, mais nous voyons des émetteurs qui ont atteint un stade de rentabilité bénéficiant d'un financement de la BDC. C'est certainement un scénario que j'aime voir.

We want to create the right conditions where we can decrease the regulatory burden and make it easier for issuers to go public and stay public. There's the introduction of the semi-annual financial reporting, making that available to all venture issuers.

You also talked about liquidity. In particular, 40% of the liquidity that happens on the TSX Venture Exchange is generated from outside of Canada. It is an international marketplace where we have a lot of eyeballs from Asia, Europe, the U.S. and Australia. There is a lot of participation across the globe in the marketplace there.

Again, going back to my opening comments on the tax reform as well, it's about providing incentives for people to participate in the Canadian capital markets, and we do see Venture companies merge with other Venture companies as well. Trying to keep that successful listing in Canada sometimes also generates spinoffs from those. You might have two issuers that own part of the same project in a mining issuer. They will come together and form a larger mining company. They might have a portfolio, and they are interested in one or two key properties and spin out some of the smaller properties to generate another new listing to keep, effectively, two listings in Canada over time. Make it more of an incentive and decrease the regulatory burden to enable that.

There is duplication right now in annual information forms and MD&A disclosures, so try to rationalize disclosure requirements for these issuers because if there is a bunch of duplication, you are paying lawyers to look at two or three sets of documents that say the same information. It's about making it easier that way as well.

**Senator Loffreda:** Thank you. Mr. Carleton, any comments on your side?

**Mr. Carleton:** The single best thing that the federal government can do — I'm mining focused here — is address the infrastructure issues that the mining industry has, particularly in Ontario and Quebec, such as access to power, roads, shipping facilities and rail. The key one, of course, is getting funding for smelting and refining. That will open up the exploration side because they are suffering as a result of a lack of clarity on how they are going to get their products to market if, in fact, they move from the exploration to the production phase.

[Translation]

**Senator Henkel:** Do you have any recent statistics on the success or failure rate of initial public offerings by SMEs over the past two years?

Nous voulons créer les bonnes conditions où nous pouvons réduire le fardeau réglementaire et faciliter l'entrée en bourse et le maintien en bourse des émetteurs. Il y a la mise en place de rapports financiers semestriels, qui seront accessibles à tous les émetteurs émergents.

Vous avez également parlé de liquidités. Plus précisément, 40 % des liquidités à la Bourse de croissance TSX proviennent de l'extérieur du Canada. C'est un marché international qui attire de nombreux investisseurs de l'Asie, d'Europe, des États-Unis et de l'Australie. Ce marché bénéficie d'une forte participation à l'échelle mondiale.

Pour revenir à mes remarques liminaires sur la réforme fiscale, il faut offrir des incitatifs aux gens pour qu'ils participent aux marchés financiers canadiens, et nous constatons que des sociétés de capital-risque fusionnent entre elles. Le fait de vouloir conserver cette cotation réussie au Canada génère parfois des retombées. On peut avoir deux émetteurs qui détiennent chacun une partie d'un même projet dans le secteur minier. Ils s'associeront pour former une société minière plus importante. Ils peuvent avoir un portefeuille et s'intéresser à une ou deux propriétés clés, puis céder certaines des propriétés plus modestes afin de créer une nouvelle cotation, ce qui leur permet de conserver, en pratique, deux cotations au Canada au fil du temps. Il faut offrir plus d'incitatifs et alléger le fardeau réglementaire pour y parvenir.

Il y a actuellement des chevauchements entre les formulaires d'information annuels et les renseignements fournis dans les rapports de gestion. Essayez de rationaliser les exigences en matière de divulgation pour ces émetteurs parce que s'il y a de nombreux chevauchements, vous payez des avocats pour examiner deux ou trois séries de documents qui fournissent les mêmes renseignements. Il faut simplifier le processus également.

**Le sénateur Loffreda :** Merci. Monsieur Carleton, avez-vous des commentaires?

**M. Carleton :** La meilleure chose que le gouvernement fédéral puisse faire — je parle ici plus précisément du secteur minier — est de s'attaquer aux problèmes d'infrastructure auxquels est confrontée l'industrie minière, plus particulièrement en Ontario et au Québec, tels que l'accès à l'électricité, aux routes, aux installations d'expédition et au réseau ferroviaire. Bien sûr, le principal défi est d'obtenir du financement pour la fusion et l'affinage. Cela permettra de relancer l'exploration, car les entreprises souffrent d'un manque de clarté sur la façon dont elles pourront commercialiser leurs produits si elles passent effectivement de la phase d'exploration à celle de production.

[Français]

**La sénatrice Henkel :** Avez-vous des statistiques récentes sur le taux de réussite ou d'échec des introductions en bourse des PME des deux dernières années?

[English]

**Mr. Creech:** We have talked about IPOs a couple of different times at the meeting so far. On the Venture side of things, we did have over 70 new listings last year. In terms of IPOs, there were less than five.

I talked about the Capital Pool Company program and qualifying transactions. We had 28 new listings via qualifying transactions and another 30 or so via reverse takeover-type transactions. In total, there were over 70 new listings.

On the TSX side of things, their new listings were primarily graduations from the TSX Venture Exchange. Notwithstanding that the TSX didn't have many IPOs last year, they did have over 10 graduates from the Venture side of things.

In terms of statistics overall to paint the picture, in 2015 the total market cap for the Venture side of things was \$40 billion, and in 2025 the total market cap was \$152 billion.

In 2015, the average market cap per issuer was about \$12 million. In 2020, it was about \$40 million. And in 2025, it was approximately \$100 million.

[Translation]

**Senator Henkel:** I would like to know if the OECD countries, Australia, New Zealand and France have reviewed their regulatory frameworks to make it easier for growing companies to access capital markets.

In your view, which of these reforms could Canada draw on, would apply here and could be put in place by our governments quickly and easily?

If they did it, perhaps we could too. Which ones would be the easiest to apply in Canada?

[English]

**Mr. Creech:** Thank you for the question. I am not too familiar with Italy and France, but for Australia, they have the semi-annual financial reporting. That is something that the Canadian Securities Administrators, or CSA, has proposed, and we strongly support that to make it available for all venture issuers.

In terms of the federal government, it is the tax reform that we talked about at the opening there. We strongly support the SR&ED credits that are now available for public companies, which are proposed to go through in the next budget. We would

[Traduction]

**M. Creech :** Nous avons parlé des premiers appels publics à l'épargne à plusieurs reprises durant cette réunion. À la Bourse de croissance, nous avons enregistré plus de 70 nouvelles inscriptions l'année dernière. En ce qui concerne les premiers appels publics à l'épargne, il y en a eu moins de cinq.

J'ai parlé du programme des sociétés de capital de démarrage et des transactions admissibles. Nous avons enregistré 28 nouvelles inscriptions issues de transactions admissibles et une trentaine d'autres issues d'opérations de prise de contrôle inversée. Au total, il y a eu plus de 70 nouvelles inscriptions.

En ce qui concerne le TSX, les nouvelles cotations concernaient principalement des sociétés issues de la Bourse de croissance TSX. Même si le TSX n'a pas enregistré de nombreux premiers appels publics à l'épargne l'année dernière, il a tout de même accueilli plus de 10 sociétés issues de la Bourse de croissance.

Pour donner une vue d'ensemble à l'aide de quelques statistiques, en 2015, la capitalisation boursière totale du secteur du capital-risque s'élevait à 40 milliards de dollars, et elle atteignait 152 milliards de dollars en 2025.

En 2015, la capitalisation boursière moyenne par émetteur était d'environ 12 millions de dollars. En 2020, elle était d'environ 40 millions de dollars, et en 2025, d'environ 100 millions de dollars.

[Français]

**La sénatrice Henkel :** Pour les pays de l'OCDE, l'Australie, la Nouvelle-Zélande et la France, j'aimerais savoir s'ils ont réexaminé leur cadre réglementaire afin de faciliter l'accès des entreprises en croissance aux marchés de capitaux.

Selon vous, laquelle ou lesquelles de ces réformes pourraient être inspirantes et applicables pour le Canada et pourraient être mises en place par nos gouvernements rapidement et facilement?

S'ils l'ont fait, on pourrait peut-être le faire. Lesquelles seraient les plus simples à appliquer au Canada?

[Traduction]

**M. Creech :** Merci de la question. Je ne connais pas très bien la situation en Italie et en France, mais en Australie, les rapports financiers sont publiés deux fois par an. C'est une mesure que les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, ou ACVM, ont proposée, et nous soutenons vivement l'idée qu'elle s'applique à tous les émetteurs émergents.

En ce qui concerne le gouvernement fédéral, il s'agit de la réforme fiscale dont nous avons parlé au début de la réunion. Nous soutenons fermement les crédits d'impôt pour la recherche scientifique et le développement expérimental qui sont

love to see that happen. Also, provide tax incentives for investors to make it efficient and economic for them to participate in the Canadian capital markets, so make the capital gains rate effective there.

**Mr. Carleton:** I can speak to the Australian market. We purchased an Australian exchange in October of last year, and we are in the process of building out a venture market for Australia. One of the major differences in Australia is that their pension funds still buy individual stocks. They opted not to have these behemoth Maple 8-style pension managers. Instead, there are roughly 38 to 40 so-called superannuation fund managers who are all small and nimble enough that they are, in effect, making active bets in the marketplace regularly and purchasing small- and medium-sized cap stocks.

That provides for a much more liquid market. It means that offerings to the market are actually well supported not just by individuals but by institutions as well, who are supported by research analysts and so on.

And at this point, I believe it is the participation of those institutions that, in fact, provides better market valuations for equivalent companies in Australia than you see in Canada.

We are now seeing a number of Canadian companies which are looking to access that liquidity but also the better valuation by cross-listing their securities in Australia.

That is something we are looking to take advantage of with the exchange that we have acquired in Australia over the last year.

**Senator Wallin:** I have two questions, and I will start with Mr. Carleton. Everyone here is in general agreement about the tax issues, tax credits and capital gains, which I think are three times higher in Canada than they are in the U.S.

You specifically said that when it came to retail access and recent events in the last couple of weeks, there are signals you have been receiving from government and/or markets. Can you be explicit on that? What things are concerning you directly? Then I have a question for Mr. Creech.

**Mr. Carleton:** I'm actually not sure what you're referring to, Senator Wallin.

maintenant disponibles aux entreprises cotées en bourse, dont l'adoption est prévue dans le prochain budget. Nous espérons que cela se concrétisera. De plus, des incitatifs fiscaux devraient être offerts aux investisseurs afin qu'il soit rentable et avantageux pour eux de participer aux marchés financiers canadiens. Il faudrait donc appliquer le taux d'imposition sur les gains en capital.

**M. Carleton :** Je peux parler du marché australien. Nous avons acheté une bourse australienne, et nous sommes en train de mettre en place un marché de capital-risque pour l'Australie. L'une des principales différences en Australie est que les fonds de pension continuent d'acheter des actions individuelles. Les Australiens ont choisi de ne pas avoir ces géants de la gestion de fonds de pension de type Maple 8. À la place, il y a environ 38 à 40 gestionnaires de fonds de retraite, tous suffisamment petits et souples pour prendre régulièrement des positions actives sur le marché et acheter des actions de sociétés de capitalisation de petite et de moyenne taille.

Cela permet d'avoir un marché beaucoup plus liquide. Cela signifie que les offres sur le marché bénéficient d'un soutien solide, non seulement de la part des particuliers, mais aussi des institutions, qui s'appuient elles-mêmes sur des analystes de la recherche notamment.

À ce stade, je crois que c'est la participation de ces institutions qui explique que les évaluations boursières des entreprises comparables en Australie soient supérieures à celles au Canada.

On constate aujourd'hui qu'un certain nombre d'entreprises canadiennes cherchent à accéder à ces liquidités, mais aussi à bénéficier d'une meilleure évaluation boursière, en procédant à la cotation de titres à plus d'une bourse en Australie.

C'est un avantage dont nous comptons tirer parti grâce à la bourse que nous avons acquise en Australie au cours de la dernière année.

**La sénatrice Wallin :** J'ai deux questions, et je vais commencer avec M. Carleton. Nous partageons tous le même point de vue général sur les questions fiscales, les crédits d'impôt et l'impôt sur les gains en capital, qui est trois fois plus élevé au Canada qu'aux États-Unis.

Vous avez dit que vous receviez des signaux du gouvernement ou des marchés à propos des événements survenus ces dernières semaines et de l'accès des investisseurs non institutionnels. Pourriez-vous donner plus de détails? Quelles sont les choses qui vous préoccupent directement? J'aurais ensuite une question pour M. Creech.

**M. Carleton :** Je ne suis pas certain de bien saisir de quoi vous parlez, sénatrice Wallin.

**Senator Wallin:** You spoke about access, and you said there are recent moves that give you pause and that create concern. I don't know whether that's about the activity of pension funds or what you were referring to.

**Mr. Carleton:** There has been nothing within the last few weeks. This is a trend that we've seen really over the last maybe 10 to 15 years. We've seen it steadily. Senator Fridhandler referred to this: the regulatory structure around how retail accounts are regulated and managed by the institutions that are offering those services.

We've seen a dramatic narrowing of, in effect, what is on the shelf for those investors. In many respects, if you are at a big bank — and there was a story to this effect in *The Globe and Mail* this morning — those investors are limited to products that are developed by that particular institution. They are not going to recommend individual stocks, even ones that are already trading, because of the “know your product” rules.

They are certainly not going to get access to an issue that is being marketed by another dealer to raise funds for a mining company, life sciences, AI, quantum computing, et cetera. It is simply not part of the environment that we're in now. Those companies have to look to other sources to secure that capital.

**Senator Wallin:** Mr. Creech, just to follow up on earlier comments from Mr. Carleton, he said that governments are dead and what we're doing is kind of creating because government funds may be generous, but we are not assessing what is successful. So we end up being a farm team for the U.S. and investors there.

Is that your experience? Do you have numbers on that? You have a lot of people who come in, but how long do they last and where do they go?

**Mr. Creech:** Thank you for that. We do actually invest in generating new listings from around the globe. We have people positioned in Israel, the U.K., the U.S. and one in Australia, and we do drive business from and help support U.S. businesses list in Canada and access Canadian capital markets. We have had over 200 companies list up here to provide Canadian investors with retail and institutional opportunities in some of those growth sector stories.

If you were to go to a U.S. CEO and ask if they want to list in Canada or on the NYSE or Nasdaq, they are obviously going to say the NYSE or Nasdaq. But the TSX Venture Exchange is a growth platform where we can provide those early opportunities.

**La sénatrice Wallin :** Vous avez parlé de l'accès des investisseurs individuels aux marchés, et vous avez dit que certaines mesures qui ont été prises récemment étaient préoccupantes et vous laissaient songeur. Je ne sais pas si vous parliez de l'activité des régimes de pension ou d'autre chose.

**M. Carleton :** Rien ne s'est passé au cours des dernières semaines. C'est une tendance que nous avons dégagée il y a peut-être 10 ou 15 ans et que nous observons depuis. Le sénateur Fridhandler a parlé de la structure réglementaire qui encadre la gestion des comptes de particuliers assurée par les institutions qui offrent ces services.

La gamme de produits que peuvent choisir ces investisseurs a énormément rétréci. À plusieurs égards, les clients des grandes banques — un article du *Globe and Mail* en faisait état ce matin — sont limités aux produits offerts par ces institutions. Les banques ne vont pas recommander des actions en particulier, même celles qui sont déjà cotées en bourse, en raison de la règle de connaissance du produit.

Elles ne vont certainement pas donner accès à un produit qui est commercialisé par un autre courtier dans le but de réunir du capital pour une société minière ou pour une entreprise dans le domaine des sciences de la vie, de l'IA, de l'informatique quantique ou autre chose. Ces possibilités n'existent tout simplement pas dans l'environnement actuel au Canada. Les entreprises doivent obtenir du capital auprès d'autres sources.

**La sénatrice Wallin :** Monsieur Creech, pour faire suite aux commentaires de M. Carleton, qui a dit qu'il fallait prendre des initiatives étant donné la passivité des gouvernements. En effet, les fonds gouvernementaux peuvent être généreux, mais l'efficacité des programmes n'est pas évaluée. Nous devenons donc un club-école par rapport aux États-Unis et aux investisseurs américains.

Dressez-vous le même constat? Avez-vous des données? Beaucoup de joueurs sont admis dans le marché, mais combien de temps y restent-ils et où vont-ils ensuite?

**M. Creech :** Merci de la question. Nous investissons pour générer de nouvelles admissions en bourse provenant de partout dans le monde. Nous avons des entreprises en Israël, au Royaume-Uni et une en Australie. Nous attirons des entreprises américaines et nous les aidons à se faire admettre en bourse et à accéder aux marchés financiers canadiens. Nous avons contribué à la cotation de plus de 200 entreprises, qui procurent aux investisseurs individuels et institutionnels canadiens des possibilités dans des secteurs en croissance.

Si vous demandez à un PDG américain s'il préfère une admission aux marchés canadiens, à la Bourse de New York ou à la bourse du Nasdaq, il choisira invariablement New York ou le Nasdaq. Par contre, la Bourse de croissance TSX est une plateforme de croissance qui permet d'investir dans de jeunes entreprises.

There is no equivalent to the TSX Venture Exchange in the U.S. It is just those two big boards. By providing access up here, we get Canadian investors and retail access to those growth stories early. They come up, raise \$2 million to \$10 million and execute their business plan, probably in the last two to five years on the TSX Venture Exchange, then they graduate to the TSX and then they generally seek an interlisting when they qualify for the NYSE so that they are dual-listed in Canada and the U.S. Then it becomes a function of where the trading happens after that.

If 98% of your trading is happening in a foreign jurisdiction, the issuer will move to the foreign jurisdiction. But if you can still show a decent amount of volume, they will stay listed. In general terms, someone coming from abroad and listing up here lasts between five and eight years.

**Senator Yussuff:** Thank you both for being here. Given the size of our country and our population compared to the U.S., which is much larger, are Canadians more risk-averse in early-stage capital venture because of the size of the country and because people are more worried about the risk they are taking, while also recognizing we are a small population and don't have the level of interest that people would have compared to the United States? Is that a problem?

Second, given the longer history of the U.S. in terms of its support for SMEs and growth for smaller companies, does this present a huge problem in terms of how Canadian companies quite often get bought up or are taken over by U.S. companies? They don't mind investing because they see the return on capital in the long term, and they have a longer interest compared to when you look at Canadian investors.

**Mr. Creech:** A couple of things are there. If you can show CEOs access to capital and liquidity, they will list. If we can set the preconditions to make it worthwhile for issuers to access the capital they need, they will stay in the jurisdiction. If we can make it more favourable for those issuers to stay here, then they will because they can tap that pool of capital.

In terms of Canada overall, we're actually doing very well. We are punching way above our punching power. It is quite strong. We're in the top five in the globe in terms of the number of listed issuers, number of new listings and amount of capital rates. We are doing very well globally, but we can always be better in terms of creating a stronger financial market for Canada. Those tax regimes I'm talking about would then help

Les États-Unis ne comptent pas d'équivalent de la Bourse de croissance TSX. Ils sont seulement dotés de ces deux grandes bourses. En donnant accès aux Américains à nos marchés, nous procurons aux investisseurs canadiens individuels un accès privilégié à des marchés en croissance. Ces entreprises réunissent des sommes de 2 à 10 millions de dollars et mettent en œuvre leur plan d'affaires le plus souvent au cours de leurs 2 à 5 dernières années dans la Bourse de croissance TSX. Elles passent ensuite au TSX et obtiennent une inscription à plusieurs cotes dès qu'elles se qualifient pour la Bourse de New York afin d'être inscrites au Canada et aux États-Unis. La suite dépend du lieu où se feront les transactions.

Si 98 % des transactions ont lieu dans un pays étranger, l'émetteur déménagera dans ce pays, mais tant que le volume des transactions reste décent, il maintiendra son inscription. En règle générale, un joueur étranger qui est coté en bourse au Canada reste ici pendant une période de cinq à huit ans.

**Le sénateur Yussuff :** Merci à vous deux d'être des nôtres. Étant donné la taille du pays et de notre population comparativement à celle des États-Unis, qui est beaucoup plus grande, les Canadiens sont-ils plus frileux en matière de capital de risque dans la phase de développement en raison, justement, de la taille du pays et parce que les gens sont plus soucieux des risques, d'autant plus que l'écart entre le degré d'intérêt au Canada et aux États-Unis doit être proportionnel à la taille respective des deux pays? Considérez-vous cela comme un problème?

Il faut aussi souligner que les États-Unis ont une plus longue histoire de soutien des PME et de la croissance des petites entreprises. Doit-on considérer cela comme un problème majeur dans un contexte où les entreprises canadiennes se font souvent acquérir ou contrôler par des entreprises américaines? Les investisseurs américains sont enclins à investir parce qu'ils enregistrent un rendement du capital et obtiennent des taux d'intérêt à plus long terme comparativement aux investisseurs canadiens.

**M. Creech :** Je ferais remarquer deux choses. Les PDG se feront admettre en bourse si nous leur démontrons qu'ils auront accès au capital et aux liquidités. Si les conditions préalables sont en place pour que les émetteurs accèdent au capital, ils resteront au pays. S'ils estiment que le contexte est plus favorable au Canada, les émetteurs resteront en sachant qu'ils pourront puiser dans des réserves de capitaux.

Dans l'ensemble, le Canada se débrouille très bien. Nous jouons dans la cour des grands. Nous sommes très solides. Nous nous classons dans les cinq premiers pays pour le nombre d'émetteurs cotés en bourse, le nombre de nouvelles admissions et le montant des taux de capital. Nous nous en tirons très bien à l'échelle mondiale, mais nous pourrions mettre en place un marché financier intérieur plus solide. Les régimes fiscaux dont

bring in broader pools of capital to support those issuers, so they might not need to go south early.

**Mr. Carleton:** I don't believe that risk aversion is an issue in Canada, nor do we lack entrepreneurial spirit. In fact, Canada generates more company starts or business starts per capita than any other nation on earth.

We are, as Mr. Creech mentioned, in the top five in the world in our public equity market — in effect, it's the size of our public equity capital markets.

I'm right now on the seventy-second floor of First Canadian Place looking across Lake Ontario. I can see New York State, and their capital market is 14 times our size. So, yes, there is a gravitational pull to those markets for very specific kinds of companies, but it is not all companies. Mining companies aren't going south to the United States to raise capital, but certainly in very fashionable sectors, they are.

As I say, we need to have that infrastructure which enables these companies to go from the start-up phase into the public markets and afford Canadians the opportunity to enjoy the growth that comes during those fast-growing times of the company's development.

**Senator Yussuff:** Given our relationship with the Americans right now, do you see any of this manifesting in the marketplace currently?

**Mr. Creech:** Yes, for sure. With the political instability out there right now and the geopolitical situation, people are looking for safe havens. There's a lot of demand for gold and silver, and the TSX Venture Exchange strongly supports the minerals sector. We've seen a lot of capital deployed into the venture space.

In financing last year on the Venture, we had over \$10 billion raised. That was in the top 2 years over the last 15 years and the top 5 years over the last 25 years. There was a lot of flow of capital into the Canadian capital markets to support those mining issuers. Those are management teams predominantly based in North America that are supporting and developing projects around the world. As a result of that, we've seen a big flow of funds in.

**Senator Ringuette:** This committee has strongly voiced our support for the removal of interprovincial trade barriers. There is buy-in from all the provincial premiers, and the premise is that one province will accept the standard that has been established in another province.

je parle aideraient à attirer plus de capitaux pour soutenir ces émetteurs, qui n'auraient alors peut-être pas à aller aux États-Unis tôt dans le processus.

**M. Carleton :** Je ne pense pas que l'aversion au risque est un problème au Canada. Nous ne manquons pas non plus d'esprit entrepreneurial. En fait, le Canada est le pays dont le ratio d'entreprises en démarrage par habitant est le plus élevé sur la planète.

Comme M. Creech l'a mentionné, le marché des actions public au pays — en fait, nos marchés des capitaux propres — se classe dans les cinq premiers au monde.

Je me trouve en ce moment au 72<sup>e</sup> étage de la First Canadian Place. Je peux voir l'État de New York, de l'autre côté du lac Ontario, dont le marché financier est 14 fois plus grand que le nôtre. Alors, oui, ces marchés exercent une force d'attraction, mais seulement pour certains types précis d'entreprises. Les sociétés minières ne vont pas aux États-Unis pour lever des capitaux, contrairement aux entreprises des secteurs à la mode.

Comme je le disais, il faut mettre en place une infrastructure qui permet aux entreprises de passer de la phase de démarrage aux marchés publics, et aux Canadiens, de faire des gains pendant la période d'expansion rapide de ces entreprises.

**Le sénateur Yussuff :** L'état actuel de nos relations avec les Américains a-t-il une incidence sur les marchés?

**M. Creech :** Oui. L'instabilité politique aux États-Unis et la situation géopolitique incitent les gens à chercher des valeurs refuges. La demande pour l'or et l'argent est élevée, et la Bourse de croissance TSX soutient fermement le secteur des minéraux. De gros volumes de capitaux affluent dans le capital de risque.

Dans le financement du capital de risque, nous avons levé plus de 10 milliards de dollars l'an dernier. Nous avons connu les 2 années les plus fructueuses des 15 dernières années, et les 5 années les plus fructueuses des 25 dernières années. Des afflux importants de capitaux pour soutenir les émetteurs miniers ont été enregistrés dans les marchés financiers canadiens. Des équipes de gestion principalement établies en Amérique du Nord soutiennent et développent des projets partout dans le monde. Leur travail a entraîné une arrivée importante de fonds.

**La sénatrice Ringuette :** Notre comité s'est prononcé nettement en faveur du retrait des barrières commerciales interprovinciales. Tous les premiers ministres provinciaux ont adhéré à cette idée et à la prémisse voulant que chaque province accepte les normes établies dans les autres.

From your comment, Mr. Carleton, I believe that you have seen no movement in regard to removing any kinds of barriers from the provincial securities commissions. Am I right? How would you see this premise of accepting the standards of another province on the securities scale? Thank you.

**Mr. Carleton:** My colleagues at the securities commissions would be horrified if I was suggesting that there was no progress, but the progress we have had is spotty, slow and not as effective as it ought to be. As I say, Mr. Creech and I can lay out any number of examples of how barriers between the provinces raise the cost of capital for companies, interfere with their ability to raise capital in Canada and genuinely, as I say, cause friction in the marketplace.

I was certainly in favour of Mr. Flaherty's project to create a national securities regulator. As we know, it's a long, complicated, unhappy story as to how it did not come to fruition. Again, you would have to ask the provincial securities regulators why they were not able to come to a consensus on specific issues, like the definition of an accredited investor. The rules around crowdfunding, again, are different all across the country, which makes it impossible for anybody to run a crowdfunding platform in Canada when there's one set of rules in the United States for that capital market to provide these vehicles to raise prospectus-exempt capital from individuals.

We do need to tighten our game. People are looking at it. There are efforts, and the move to provide semi-annual financial reporting for some public companies is an important first step, but it's very slow and inconsistent, and we should be doing a lot better.

**Mr. Creech:** If I could just jump in on that, Mr. Carleton raises some great points there.

Stepping back slightly on that, the global perspective around Canada right now is that there is fragmentation. There are 13 different places that you need to deal with versus the benefit of walking up and dealing with one window.

Be that as it may, regulators need to harmonize as best as possible to operate as one system. Currently, there is a passport system, so if companies want to raise capital and file a prospectus, all the jurisdictions are participating in that, except for the Ontario Securities Commission. It would be great to see the Ontario Securities Commission join the passport system. Then if you don't have a national regulator, at least they are all playing as one at that point in time. That is something we would strongly support as well.

Sauf erreur, vous avez dit, monsieur Carleton, que vous n'avez vu aucun indice qui laisserait présager que les commissions provinciales des valeurs mobilières retireraient ces barrières. Est-ce exact? Selon vous, comment la prémisses de l'acceptation des normes des autres provinces se concrétiserait-elle dans le contexte des valeurs mobilières? Merci.

**M. Carleton :** Mes collègues des commissions des valeurs mobilières seraient horrifiés si je prétendais qu'aucun progrès n'a été réalisé, mais les progrès qui ont été faits sont lents, fragmentaires et pas aussi efficaces qu'ils le devraient. Comme je le disais, M. Creech et moi-même pouvons donner une multitude d'exemples démontrant que les barrières interprovinciales font augmenter le coût du capital pour les entreprises, nuisent à leur capacité de réunir des capitaux au Canada et comme je l'ai dit, causent réellement des frictions dans les marchés.

J'ai soutenu sans réserve le projet de M. Flaherty de mettre sur pied une autorité nationale de réglementation des valeurs mobilières. Vous connaissez la triste histoire, longue et compliquée, de ce projet qui n'a jamais vu le jour. Comme je le disais, il faudrait demander aux organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières pourquoi ils n'ont pas été en mesure d'en arriver à un consensus sur des questions telles que la définition d'investisseur accrédité. Puisque les règles sur le financement participatif varient selon les provinces, il est impossible d'exploiter une plateforme de financement participatif au Canada, contrairement aux États-Unis, qui sont dotés d'un ensemble de règles au titre desquelles les marchés financiers peuvent fournir ces véhicules qui permettent de lever des capitaux auprès des particuliers sans avoir à rédiger de prospectus.

Il faut resserrer les règles. C'est ce que les gens veulent. Des efforts sont déployés, et la publication des rapports financiers semestriels de certaines entreprises cotées en bourse est un premier pas important, mais les progrès sont lents et sporadiques. Il faudrait faire beaucoup mieux.

**M. Creech :** Je voudrais seulement ajouter quelque chose aux points très intéressants soulevés par M. Carleton.

Pour revenir aux commentaires précédents, à l'heure actuelle, la communauté internationale voit bien la fragmentation qui existe au Canada. En effet, au lieu de traiter avec un guichet unique, il faut composer avec 13 administrations différentes.

Peu importe les structures en place, les organismes de réglementation doivent harmoniser leur fonctionnement pour former dans la mesure du possible un seul système. Or, dans le système de passeports actuel, lorsque des entreprises veulent lever des capitaux et soumettre un prospectus, toutes les provinces et tous les territoires participent au processus, sauf la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. Ce serait bien que la commission se joigne au système de passeports. Tout le monde suivrait les mêmes règles, simultanément, partout au

**Senator Ringuette:** Mr. Carleton, you say there's the cost of not moving forward with harmonizing or removing trade barriers, particularly for trade. And with securities, you said that you have identified a list.

Have you also identified a way to move forward for provincial governments in regard to the securities?

**Mr. Carleton:** There are pain points that we have identified and are actively working with them on. They have their own priorities at a provincial level as well as nationally. I'll give you another example.

The Province of Quebec requires, not surprisingly, official French-language documents for companies' disclosures. That's really expensive and adds to the cost of capital. As a result, Quebec is bypassed on many of the offerings that are, in fact, conducted. It's an unintended consequence perhaps, but as I say, companies are realizing that the investment is perhaps not worth the expense of raising capital in Quebec.

**Senator Ringuette:** Could you provide the information to our clerk in relation to the question I just asked? I think it would be very helpful for our committee.

**The Chair:** Thank you, senators.

Is there any other senator who wishes to intervene? Otherwise, we have five minutes left.

If I understand correctly, we have barriers between provinces, which is not helpful. We have the "know your client" and "know your product" rules that explain why retail investors are not really there, and we have this big pension fund which people explained to us is for small companies and big companies at the same time, but for them, the Canadian market is not really as attractive.

I'm optimistic by nature. I have worked for 25 years in the capital markets with national banks and insurance funds. We have to find a way to make our recommendations and observations in this committee. We will have the securities regulators come to the table, and we will hear from them. Perhaps we should think about inviting representatives of the pension fund also because they have huge capital.

Colleagues, we have five minutes left. Here is my suggestion: Each senator has 30 seconds to ask their question, and the witnesses will either answer or decide which questions they will

pays, malgré l'absence d'un organisme de réglementation national. Nous serions très favorables à cette formule.

**La sénatrice Ringuette :** Monsieur Carleton, vous avez dit que le refus d'harmoniser ou d'éliminer les barrières commerciales avait un coût, particulièrement sur le plan des échanges commerciaux. Pour les valeurs mobilières, vous avez dit avoir dressé une liste.

Avez-vous également déterminé ce que les gouvernements provinciaux pourraient faire pour régler la question des valeurs mobilières?

**M. Carleton :** Nous avons relevé des irritants et nous travaillons activement avec les provinces pour les régler. Chacune a ses propres priorités à l'échelle provinciale et nationale. Je vais vous donner un autre exemple.

La province de Québec exige que les documents d'information officiels des entreprises soient publiés en français, ce qui n'est pas surprenant. Cette obligation entraîne des coûts très élevés qui s'ajoutent au coût du capital. Par conséquent, bon nombre d'appels à l'épargne sont réalisés ailleurs qu'au Québec. C'est peut-être une conséquence non voulue, mais comme je l'ai dit, les entreprises calculent que les investissements liés à cette exigence ne valent peut-être pas la peine de mobiliser des capitaux au Québec.

**La sénatrice Ringuette :** Les informations liées à la question que je viens de poser seraient très utiles au comité. Pourriez-vous les transmettre au greffier?

**Le président :** Merci, honorables sénateurs.

Y a-t-il un autre sénateur qui souhaite intervenir? Sinon, il nous reste cinq minutes.

Si je comprends bien, il y a des obstacles entre les provinces qui nous nuisent. Les règles sur la connaissance du client et des produits expliquent pourquoi les épargnants ne sont pas au rendez-vous. Par ailleurs, nous avons ce grand fonds de pension, qui, comme on nous l'a expliqué, est à la fois pour les petites et les grandes entreprises. Or, elles ne trouvent pas le marché canadien très attrayant.

Je suis d'un naturel optimiste. J'ai travaillé pendant 25 ans sur les marchés financiers avec des banques nationales et des fonds d'assurance. Notre comité doit trouver une façon de formuler ses recommandations et ses observations. Les organismes de réglementation des valeurs mobilières comparaitront à notre comité pour témoigner devant nous. Nous devrions peut-être également envisager d'inviter des représentants du fonds de pension, parce qu'ils détiennent une énorme quantité de capitaux.

Chers collègues, il nous reste cinq minutes. Voici ce que je propose : chaque sénateur disposera de 30 secondes pour poser sa question, et les témoins répondront aux questions soit ici, soit

offer written responses to. Each senator will ask their question, and you will reply at the end.

**Senator Varone:** Thank you. I fully endorse the harmonization of one federal regulatory regime, but does compliance follow that as well in terms of one federal authority across Canada?

How do you intermingle the regulatory body and the compliance body? Is it all one across Canada? Or do we leave it as sporadic, as you highlighted in your answer to my first question?

**The Chair:** Thank you, Senator Varone. Witnesses, please take notes because maybe we will need a written answer from you.

**Senator Fridhandler:** I hear all the time about the costs of going public, and people would rather stay private and grow their companies. You have identified semi-annual financial reporting as a cost savings from the quarterly and annual.

Are there other things from the stock exchange perspective on the cost side of the equation that can be improved upon, whether it's adjusting regulations or adjusting your rules or whoever can influence it?

**Senator Loffreda:** We have an extremely low number of IPOs. Are there any long-term consequences for the Canadian economy?

When it comes to policy tools that the federal government could use, which ones work best? In terms of tax incentives, we used to have the Quebec Stock Savings Plan in Quebec, and that's no longer there. Would bringing back some of those tax incentives improve access to capital for our SMEs and increase our listings?

**Senator C. Deacon:** I'm focused on businesses that are not in the tangible sector — not resource businesses but our high-growth digital and technology-based businesses — where Canada has really fallen behind in the ability to fund the growth of those businesses. That is where there are non-tariff export opportunities around the world where we do create those companies, but they migrate very quickly out of the country. I would like to hear your specific ideas as it relates to that. Thank you.

**Senator Yussuff:** We hear a lot about whether or not a company wants to go public or remain private. I can understand if I'm the creator, I would want to keep my company

par écrit. Chaque sénateur posera sa question, et vous y répondrez à la fin.

**Le sénateur Varone :** Merci. Je suis tout à fait en faveur de l'harmonisation d'un régime de réglementation fédérale unique, mais devrait-il également y avoir un seul organisme fédéral responsable de la conformité à l'échelle du Canada?

Comment faire interagir l'organisme de réglementation et l'organisme de conformité? Devrait-il y en avoir un seul à l'échelle du Canada? Ou faut-il agir de façon ponctuelle, comme vous l'avez souligné dans votre réponse à ma première question?

**Le président :** Merci, sénateur Varone. Chers témoins, veuillez prendre des notes, car nous aurons peut-être besoin d'une réponse écrite de votre part.

**Le sénateur Fridhandler :** J'entends constamment parler des coûts associés à l'inscription d'une entreprise en bourse. Les entrepreneurs préfèrent donc faire croître leurs compagnies qui demeurent privées. Vous avez indiqué que les rapports financiers semestriels représentent des économies comparativement aux rapports trimestriels et annuels.

Du côté de la bourse, y a-t-il d'autres éléments qui peuvent être améliorés pour réduire les coûts, qu'il s'agisse d'ajuster la réglementation ou vos règles, ou de faire appel à toute autre personne qui peut exercer une influence?

**Le sénateur Loffreda :** Un nombre extrêmement faible de compagnies canadiennes font de premiers appels publics à l'épargne, ou PAPE. Cela engendrera-t-il des conséquences à long terme pour l'économie canadienne?

Parmi les outils stratégiques que le gouvernement fédéral pourrait utiliser, lesquels sont les plus efficaces? Du côté des mesures incitatives fiscales, le Québec avait auparavant le Régime d'épargne-actions du Québec, mais il n'existe plus. Le rétablissement de certaines de ces mesures incitatives fiscales améliorerait-il l'accès au capital pour nos PME et augmenterait-il nos inscriptions en bourse?

**Le sénateur C. Deacon :** Je me concentre sur les entreprises du secteur immatériel — pas les entreprises du secteur des ressources naturelles, mais plutôt nos entreprises numériques et technologiques connaissant une forte croissance. Le Canada accuse du retard dans sa capacité de financer la croissance de ces entreprises. Des possibilités d'exportation non tarifaires dans le monde permettent de créer ces entreprises, mais elles migrent très rapidement à l'extérieur du pays. J'aimerais entendre vos idées précises à ce sujet. Merci.

**Le sénateur Yussuff :** Nous entendons beaucoup parler du dilemme des entreprises qui doivent décider si elles s'inscrivent en bourse ou si elles demeurent privées. Je peux comprendre

private. What's wrong with that? I can also hear the argument for going public.

Maybe you can share some of your thoughts in regard to the obvious question as to what are the advantages and disadvantages?

**The Chair:** For the benefit of our colleagues and people watching us, if you could take two or three minutes each and pick the question you want to answer and also follow up with a written answer, if you can.

I will start with you, Mr. Creech, please. You have two or three minutes maximum to react to a question that you choose.

**Mr. Creech:** Great.

To your question about why public or why private, obviously, you give stuff up when you go public. You have to disclose everything. When you're a private company, you can do certain transactions and not need different approvals.

To go public, obviously, they are generally trying to access pools of capital to grow their business and leverage using their share capital also as acquisition tools. It has prestige as well. We've heard numerous times that when a fledgling company comes on and lists with us, they actually get meeting opportunities where they wouldn't have gotten them before because they can say that they are listed on the exchange, and that can get them access to new contracts to bid on and whatnot. It provides access there.

The cost of going public was one of the questions. To improve that, obviously, decrease the regulatory burden. I mentioned before there's a lot of duplication out there around disclosure regimes.

We are definitely big proponents of market integrity, and we want to ensure that the investors and shareholders have the information they need to make investment decisions, but do they need a 30-page subscription agreement to sign off to be able to participate in that transaction?

Again, just to mention the semi-annual financial reporting, there's a proposal out there. It's to be limited to certain venture issuers. I think it should be made available to all venture issuers, but kudos to the Canadian Securities Administrators, or CSA, for proposing that term overall.

que, si je fondais une compagnie, je voudrais qu'elle demeure privée. Qu'y a-t-il de mal à cela? Je comprends également l'argument en faveur de coter une entreprise en bourse.

Pourriez-vous nous faire part de vos réflexions sur cette question qui va de soi : quels sont les avantages et les inconvénients?

**Le président :** Pour éclairer nos collègues et les téléspectateurs qui regardent la séance, je vous invite à prendre deux ou trois minutes chacun pour répondre à la question de votre choix. Veuillez aussi nous transmettre une réponse écrite, si vous le pouvez.

Je vais commencer par vous, monsieur Creech. Vous avez deux ou trois minutes au maximum pour réagir à la question de votre choix.

**M. Creech :** Excellent.

Pour répondre à votre question sur les raisons poussant les entrepreneurs à coter leurs entreprises en bourse ou à les maintenir privées, il est évident qu'on renonce à certaines choses lorsqu'on s'inscrit en bourse. Il faut tout divulguer. Quand l'entreprise est privée, on peut conclure certaines transactions sans devoir obtenir diverses approbations.

Pour se transformer en société ouverte, évidemment, on essaie généralement d'accéder à des réserves de capitaux pour faire croître son entreprise et de tirer parti de son capital-actions comme outils d'acquisition. Par ailleurs, il est prestigieux de se retrouver en bourse. De nombreuses jeunes entreprises admises sur notre bourse nous ont dit pouvoir participer à des réunions auxquelles elles n'auraient jamais été invitées auparavant. En effet, le fait de pouvoir dire qu'on est inscrit à la bourse peut donner accès à de nouvelles possibilités de soumissionner un contrat, notamment. Le saut en bourse donne un accès privilégié.

L'une des questions portait sur les coûts associés à une inscription en bourse. Pour réduire les coûts, il faut évidemment amoindrir le fardeau réglementaire. J'ai mentionné tout à l'heure que les régimes de divulgation font souvent double emploi.

Nous prônons tout à fait l'intégrité du marché et nous voulons que les investisseurs et les actionnaires disposent de l'information nécessaire pour prendre des décisions d'investissement. Or, ont-ils vraiment besoin d'une entente de souscription de 30 pages pour conclure une transaction?

Pour revenir aux rapports financiers semestriels, une proposition a été faite : seuls certains émetteurs émergents devraient pouvoir en produire. Je pense que tous les émetteurs émergents devraient pouvoir en produire, mais je félicite les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, ou ACVM, d'avoir lancé cette proposition.

Then there was a compliance question earlier about intermingling if you went with one regulator or not. We do have a sophisticated compliance team at the Toronto Stock Exchange, or TSX, and the TSX Venture Exchange comprised of chartered accountants, securities lawyers and geologists to review the applicable disclosure that's out there and also to vet the principals that participate in our market. We get personal information forms and do background checks on all these individuals to ensure there's integrity there.

When we get shareholder complaints, we review those, and depending on what we need to do, if it affects a transaction submission that we have, then we factor that into our decision making. If we find actors that are acting in bad faith, we refer those to the securities commissions. The securities commissions are the sheriffs in terms of being able to actually make judgments and fines and other requirements there.

On the innovation sector, I just wanted to point out that this year, between the TSX and TSX Venture Exchange, the mining market cap hit a record of over \$1 trillion, which was amazing. On the growth sector side of things, that sector hit a record market cap of \$97 billion. We had both sectors hitting record market caps this year, so we are definitely trying to diversify our listing base, and we are working with issuers in the tech and growth sectors all the time, trying to get more opportunities for Canadian investors to participate in those growth stories.

**The Chair:** Thank you. That was very concise in three minutes. Congratulations.

Could you do your best as well in three minutes, Mr. Carleton, to react to as many questions as you have received?

**Mr. Carleton:** The first thing from the regulation perspective is that it is national effectively now. The exchanges are operating nationally. The Canadian Investment Regulatory Organization, or CIRO — the market regulator — is operating nationally. The Canadian Public Accountability Board, or CPAB — the overseer of the accountants — is operating nationally. It's just the securities regulation that is the issue. Again, that's where the intention, I believe, is required.

Really, all of the other questions come down to the question of the cost of capital. Who is providing a lower cost of capital at a given time? Is it private investors? Is it the public markets? The

Puis, il y a eu une question sur la conformité et l'interdépendance si on optait ou non pour un seul organisme de réglementation. La Bourse de Toronto, ou TSX, compte une équipe de conformité très experte. De plus, la Bourse de croissance TSX est composée de comptables agréés, d'avocats en valeurs mobilières et de géologues qui examinent les règles de divulgation applicables et qui vérifient les mandats participant à notre marché. Nous obtenons des formulaires de renseignements personnels et vérifions les antécédents de tous ces professionnels pour garantir l'intégrité du système.

Lorsque nous recevons des plaintes d'actionnaires, nous les examinons et évaluons l'action qui s'impose. Si la plainte a une incidence sur une demande de transaction que nous avons reçue, nous en tenons compte dans notre prise de décisions. Si nous recensons des acteurs qui agissent de mauvaise foi, nous avertissons les commissions des valeurs mobilières. Ce sont les shérifs qui sont en mesure de rendre des jugements et d'imposer des amendes et d'autres exigences.

En ce qui concerne le secteur de l'innovation, je voulais simplement souligner que, cette année, la capitalisation boursière du secteur minier à la Bourse de Toronto et à la Bourse de croissance TSX a atteint un record de plus de 1 billion de dollars. C'est incroyable. Le secteur de croissance, pour sa part, a atteint une capitalisation boursière record de 97 milliards de dollars. Les deux secteurs ont atteint des capitalisations boursières records cette année, ce qui montre que nous essayons manifestement de diversifier notre base d'inscriptions. De plus, nous coopérons sans relâche avec les émetteurs des secteurs de la technologie et de la croissance pour essayer d'offrir plus de possibilités aux investisseurs canadiens de participer à ces entreprises prometteuses.

**Le président :** Merci. Vous avez été très concis en trois minutes. Félicitations.

Pourriez-vous également faire de votre mieux en trois minutes, monsieur Carleton, pour répondre à autant de questions que possible?

**M. Carleton :** Tout d'abord, la réglementation est en vigueur à l'échelle nationale. Les bourses fonctionnent à l'échelle nationale. L'Organisme canadien de réglementation des investissements, ou OCRI — l'organisme de réglementation du marché — exerce ses activités à l'échelle nationale. Le Conseil canadien sur la reddition de comptes, le CCRC, qui supervise les comptables, exerce ses activités à l'échelle nationale. C'est seulement la réglementation des valeurs mobilières qui pose problème. Encore une fois, je crois qu'il faut bien communiquer l'intention.

En réalité, toutes les autres questions portent sur le coût du capital. Qui offre du capital à moindre coût à un moment précis? Les investisseurs privés? Les marchés publics? La Bourse de

TSX, TMX Group and us and other participants in the field are looking at every way we can to reduce that cost.

There are a couple of things I haven't mentioned which address other countries. The United States implemented vast new avenues of prospectus-exempt capital that permits individuals to participate under the so-called JOBS Act, specifically Regulation A and Regulation A+, which permits companies to raise \$50 million to \$75 million — and those numbers have been increased — without a prospectus and going directly to individual retail investors.

Capital gains are, obviously, I think the biggest tool in the federal government's arsenal to encourage or discourage investment from individuals and others. Really, the comments on the cost of capital apply every bit as equally to the knowledge-based industries as it does to the manufacturing and mining space.

Again, what we are seeing more and more often now are Canadian entrepreneurs who have been to the U.S. venture capital/private equity mill two or three times and are actually saying, "You know what, I don't want to do that again. I want to look at a different approach, and I'm prepared to take the plunge into the public capital pool."

It's not all sweetness and light and valuations and all of that stuff. There are some real challenges for companies. In many respects, running a public company in those areas, Senator Deacon, gives you more control over that enterprise than if you are subject to the whims of the venture capital or private equity fund that is your controlling shareholder.

Again, we do have advantages. It's not all doom and gloom. We are continuing to address these costs and attempting to attack the issues as they arise.

Again, as Mr. Creech said, we punch way above our weight as a country in the public markets, and we are going to be an important part of the economic feature for Canada.

**The Chair:** On behalf of me and my colleagues, we want to thank you. This session was very informative with you. We appreciate very much your testimony. It would be very helpful to maybe identify for us some witnesses whom we should invite, and maybe analyze a little bit more what is going on in the U.S. market to help us understand more. Maybe you can identify some changes that we could make to just increase the relevance of this special study.

Toronto, le Groupe TMX, d'autres participants ainsi que nous-mêmes examinons tous les moyens possibles de réduire ces coûts.

Il y a deux ou trois choses que je n'ai pas mentionnées et qui concernent d'autres pays. Les États-Unis ont mis en œuvre de vastes nouveaux mécanismes pour amasser des capitaux exemptés de prospectus. Cette exemption permet aux particuliers d'investir en vertu de ce que l'on appelle la JOBS Act, plus précisément le Règlement A et le Règlement A+. Les entreprises peuvent ainsi recueillir de 50 à 75 millions de dollars — et ces sommes ont été bonifiées — sans prospectus et en s'adressant directement aux investisseurs individuels.

Les gains en capital sont, manifestement, l'outil le plus important dans l'arsenal du gouvernement fédéral pour encourager ou décourager les investissements des particuliers et d'autres groupes. En réalité, les commentaires entendus sur le coût du capital s'appliquent autant aux industries du savoir qu'aux secteurs manufacturier et minier.

Comme je le disais, de plus en plus d'entrepreneurs canadiens qui se sont tournés deux ou trois fois vers le capital de risque et le capital-investissement américains finissent par se dire : « Vous savez quoi, je ne veux pas recommencer. Je veux envisager une approche différente, et je suis prêt à faire le saut dans les capitaux publics. »

Tout n'est pas rose pour les entreprises. Leur réalité ne se résume pas à se faire évaluer favorablement, et elles connaissent de véritables défis. À bien des égards, sénateur Deacon, le fait de diriger une société publique dans ces domaines vous donne plus de contrôle sur cette entreprise que si vous êtes soumis aux caprices du capital de risque ou du fonds de capital-investissement qui est votre actionnaire détenant le contrôle.

Encore une fois, notre modèle offre des avantages. Tout n'est pas négatif. Nous continuons de réduire les coûts et d'essayer de régler les problèmes au fur et à mesure qu'ils se présentent.

Comme M. Creech l'a dit, le Canada joue dans la cour des grands des marchés publics, et nous allons jouer un rôle important dans le milieu économique canadien.

**Le président :** En mon nom et au nom de mes collègues, je tiens à vous remercier. Cette séance avec vous a été très instructive. Nous vous sommes très reconnaissants de vos témoignages. Il serait très utile de nous indiquer quels témoins nous devrions inviter et peut-être d'analyser un peu plus en détail ce qui se passe sur le marché américain pour nous aider à mieux le comprendre. Vous pourriez peut-être relever des changements que nous pourrions apporter pour accroître la pertinence de cette étude spéciale.

[*Translation*]

Colleagues, we will now move on to our second panel. We are continuing our study 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.

Welcome to our witnesses. We have with us Miwako Nitani — I hope I'm pronouncing your name correctly — Associate Professor, Co-Director of the Microprogram Capital Markets; Ian Telfer Teaching Fellowship, University of Ottawa; and Ari Pandes, Associate Professor of Finance, Haskayne School of Business, University of Calgary.

[*English*]

Welcome to the both of you. You probably have some opening remarks to share, so I propose a maximum of five minutes each. After that, we will go around the table with some questions. We will start with Mr. Pandes. You have the floor.

**Ari Pandes, Associate Professor of Finance, Haskayne School of Business, University of Calgary, as an individual:** Chair and honourable senators, thank you for the invitation. As was just mentioned, my name is Ari Pandes, and it is an honour to speak to you today about a topic that is of great importance to me.

I am an Associate Professor of Finance at the University of Calgary's Haskayne School of Business, and I have been studying the Canadian capital markets for nearly two decades.

I was among the first to document the decline of public operating companies and initial public offerings, or IPOs, in Canada and to examine its causes and consequences. I have published peer-reviewed research on this topic and have been tracking this data for many years.

It is also a topic that is important to me as a Canadian. As I have written before, Canada's competitiveness problem is not a shortage of ideas or start-ups; it is that too few Canadian firms make the leap from promising start-up to global champion, importantly while staying Canadian. In this country, more than most, the route to scale has traditionally run through our public markets. When that route narrows, we don't just lose listings; we lose the chance to build and to own world-class companies in this country.

I will first present some statistics and then turn to the implications.

[*Français*]

Chers collègues, nous allons maintenant poursuivre avec notre deuxième panel. Nous continuons donc notre étude 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.

Je souhaite la bienvenue à nos témoins. Nous avons ici avec nous Mme Miwako Nitani — j'espère que je prononce bien votre nom —, professeure agrégée et codirectrice du microprogramme Marchés financiers; Bourse d'excellence Ian-Telfer en éducation, Université d'Ottawa, ainsi que M. Ari Pandes, professeur agrégé de finance, Haskayne School of Business, Université de Calgary.

[*Traduction*]

Bienvenue à vous deux. Vous avez probablement des déclarations liminaires à prononcer, alors je vous propose un maximum de cinq minutes chacun. Ensuite, nous ferons un tour de table pour poser quelques questions. Nous allons commencer par M. Pandes. Vous avez la parole.

**Ari Pandes, professeur agrégé de finance, Haskayne School of Business, Université de Calgary, à titre personnel :** Monsieur le président et honorables sénateurs, je vous remercie de l'invitation. Comme on vient de le mentionner, je m'appelle Ari Pandes, et c'est un honneur de vous entretenir aujourd'hui d'un sujet qui me tient à cœur.

Je suis professeur agrégé de finance à la Haskayne School of Business de l'Université de Calgary, et j'étudie les marchés financiers canadiens depuis près de 20 ans.

J'ai été l'un des premiers à documenter le déclin des sociétés ouvertes en exploitation et des premiers appels publics à l'épargne, ou PAPE, au Canada et à en examiner les causes et les conséquences. Je publie des recherches évaluées par des pairs sur ce sujet et je recense ces données depuis de nombreuses années.

C'est aussi un sujet qui me tient à cœur en tant que Canadien. Comme je l'ai déjà écrit, le problème de compétitivité du Canada ne s'explique pas par une pénurie d'idées ou de jeunes pousses, mais plutôt par le fait que trop peu d'entreprises canadiennes décident de délaissé leur statut d'entreprises en démarrage prometteuses pour devenir de grandes compagnies internationales, tout en demeurant — fait important — canadiennes. Au Canada, plus que dans la plupart des autres pays, la voie de l'expansion passe traditionnellement par nos marchés publics. Lorsque cette voie se rétrécit, nous ne perdons pas seulement des inscriptions en bourse; nous perdons aussi la possibilité de créer et de posséder des entreprises de calibre mondial ici.

Je vais d'abord présenter quelques statistiques, puis je décrirai les répercussions.

On the surface, the Toronto Stock Exchange, or TSX, appears healthy. For most of the past couple of decades, the number of listed issuers on the main stock exchange stayed roughly around 1,500 and has increased in the last few years, reaching 2,089 listings in 2025.

But beneath these top-line numbers is a troubling trend. The apparent stability is largely a function of a steadily increasing number of financial products, especially exchange-traded funds and closed-end funds. If we look instead at operating companies — the companies that invest, innovate, produce goods or services, employ workers and drive economic growth — we see a very different picture.

The number of operating companies has been declining steadily from a high of 1,206 in 2008 to a low of 634 in 2025 — nearly 50% below the peak. Today, there are more than twice as many financial products listed on the TSX as there are operating companies.

Looking at the TSX Venture Exchange, an important incubator and feeder market to the TSX, we see a similar story: Operating companies fell from 2,329 in 2002 to 1,362 in 2025.

Companies always leave stock exchanges by being acquired, going private or failing. It does not appear, however, that the decline in operating companies is primarily a function of an unusual surge in exits. What is different now is that fewer companies are replacing those that leave by going public. Between 1986 and 2000, there were roughly 35 IPOs on the TSX each year. After 2000, the average fell to around 12 per year. And since 2021, there have been only three TSX IPOs with primary offerings.

The internal pipeline has weakened as well: The graduation ladder from the TSX Venture Exchange to the senior TSX market has slid from a high of 72 companies in 2007 to just 11 in 2025. In other words, far fewer companies are moving from the minor leagues to the big leagues.

It is important to note that the decline in the number of public operating companies and IPOs is not unique to Canada. The United States has also experienced a long-run shrinkage in listed operating companies and a structural IPO decline as well.

But as I have argued, the damage is more severe for Canada because our late-stage private capital pools are thinner and regionally uneven. What this means is that if our private companies do not go public, they tend to get sold since investors, managers and employees all eventually need to get their investment returns in some form of exit.

À première vue, la Bourse de Toronto, ou TSX, semble bien se porter. Pendant la majeure partie des deux ou trois dernières décennies, le nombre d'émetteurs cotés à la bourse principale est resté autour de 1 500 et a augmenté au cours des dernières années pour atteindre 2 089 inscriptions en 2025.

Mais sous ces nombres se cache une tendance troublante. Ce semblant de stabilité est largement attribuable à un nombre croissant de produits financiers, en particulier les fonds négociés en bourse et les fonds à capital fixe. Si on s'intéresse plutôt aux entreprises en exploitation — celles qui investissent, innovent, produisent des biens ou des services, emploient des travailleurs et stimulent la croissance économique —, le portrait est fort différent.

Le nombre d'entreprises en exploitation diminue constamment; il est passé d'un sommet de 1 206 en 2008 à un creux de 634 en 2025, soit une diminution de près de 50 %. Aujourd'hui, le nombre de produits financiers inscrits à la Bourse de Toronto est plus de deux fois plus élevé que le nombre de sociétés en exploitation.

Il en va de même pour la Bourse de croissance TSX, un important incubateur et fournisseur d'inscriptions pour le TSX : le nombre d'entreprises en exploitation est passé de 2 329 en 2002 à 1 362 en 2025.

Les entreprises quittent les marchés boursiers si elles se font acquérir, si elles deviennent privées ou si elles font faillite. Cependant, il ne semble pas que la diminution du nombre d'entreprises en exploitation soit principalement attribuable à une hausse inhabituelle du nombre de sorties des marchés boursiers. Ce qui est différent de nos jours, c'est que moins d'entreprises remplacent celles qui quittent les marchés financiers. Entre 1986 et 2000, il y avait environ 35 PAPE à la Bourse de Toronto chaque année. Après 2000, la moyenne est passée à environ 12 par année. Et depuis 2021, il n'y a eu que trois PAPE à la Bourse de Toronto avec de nouveaux titres.

L'évolution interne s'est également affaiblie : un sommet de 72 entreprises en 2007 est passé de la Bourse de croissance TSX au marché principal de la Bourse de Toronto, et ce nombre n'était que de 11 en 2025. Autrement dit, beaucoup moins d'entreprises passent des ligues mineures aux ligues majeures.

Il est important de noter que la diminution du nombre de sociétés ouvertes en exploitation et de PAPE n'est pas propre au Canada. Les États-Unis enregistrent également depuis longtemps une diminution du nombre de sociétés en exploitation et un déclin structurel de PAPE.

Mais comme je le fais valoir, les répercussions sont plus graves pour le Canada parce que nos réserves de capitaux privés aux stades avancés sont plus faibles et sont réparties inégalement entre les régions. Cela signifie que, si nos entreprises privées ne se font pas coter en bourse, elles ont tendance à être vendues. En effet, les investisseurs, les gestionnaires et les employés doivent

In many industries in Canada, particularly high-value industries, the most likely purchasers for nascent Canadian businesses are foreign, often American. In this light, it is not hard to understand why Canada has struggled to develop large technology, pharmaceuticals and other high-value sectors: Too many of our promising ventures are sold early, and their intellectual property is commercialized and scaled elsewhere.

The decline of public markets seems like a remote problem for most Canadians, but it may go to the heart of what is arguably the biggest economic policy issue in this country: our declining relative productivity growth. Canada is among the top countries in per capita spending on post-secondary education and consistently has one of the highest shares of its adult population with post-secondary degrees. We also score very highly on relative rates of entrepreneurship. Notwithstanding these advantages, Canada's levels of innovation and productivity growth lag behind nearly all of its developed peers.

One major culprit has been the failure of the country to produce large-scale technology firms. Canadians come up with the ideas, and they start companies, but few large-scale innovative firms exist in this country.

How do public markets fit into this conversation? There is a growing body of peer-reviewed research showing the real-economy payoff from a public listing. The empirical literature is compelling: Following an IPO, firms add jobs, increase sales and expand investments. IPOs act as commercialization engines by relaxing financing constraints, enabling scale-up, expanding the international footprint and raising profitability. These are lost opportunities and a drain on our productivity unless we can encourage our founders and managers to go public.

As I have noted before, there is no single factor that explains the decline in IPOs. The most common explanations for the U.S. decline — Sarbanes-Oxley burdens and litigation risk — do not fit our facts neatly. Yet our pipeline thinned anyway.

tous finir par obtenir un rendement de leur investissement sous une forme de sortie.

Dans de nombreux secteurs d'activité au Canada, en particulier ceux à forte valeur ajoutée, les acquéreurs les plus probables des entreprises canadiennes en phase de démarrage sont étrangers, souvent américains. Il n'est donc pas difficile de comprendre pourquoi le Canada a du mal à développer des secteurs importants, notamment ceux de la technologie, de l'industrie pharmaceutique et d'autres secteurs à forte valeur ajoutée : trop souvent, nos entreprises prometteuses sont vendues prématurément, et leur propriété intellectuelle est exploitée et développée ailleurs.

Le déclin des marchés publics semble être loin des préoccupations de la plupart des Canadiens, mais il touche au cœur de ce qui est peut-être le principal enjeu de politique économique de ce pays : le ralentissement de la croissance de notre productivité relative. Le Canada figure parmi les pays qui consacrent le plus de dépenses par habitant à l'enseignement supérieur et affiche régulièrement l'un des taux les plus élevés d'adultes titulaires d'un diplôme d'études supérieures. Nous obtenons également d'excellents résultats pour ce qui est des taux d'entrepreneuriat relatifs. Malgré ces atouts, le Canada est à la traîne par rapport à presque tous ses homologues développés en matière d'innovation et de croissance de la productivité.

L'une des principales causes de ce retard est l'incapacité du pays à produire des entreprises technologiques de grande envergure. Les Canadiens ont des idées et créent des entreprises, mais le pays compte peu de grandes entreprises innovantes.

Quelle est la place des marchés boursiers dans cette conversation? De plus en plus d'études évaluées par des pairs démontrent les retombées positives d'une introduction en bourse sur l'économie réelle. Les données empiriques sont convaincantes : après un premier appel public à l'épargne, les entreprises créent des emplois, augmentent leur chiffre d'affaires et développent leurs investissements. Les premiers appels publics à l'épargne jouent le rôle de moteur de commercialisation, car ils assouplissent les contraintes de financement, favorisent la croissance, élargissent la présence internationale et améliorent la rentabilité. Si nous ne parvenons pas à encourager nos fondateurs et nos dirigeants à entrer en bourse, nous passons à côté d'opportunités et perdons en productivité.

Comme je l'ai déjà souligné, le déclin des premiers appels publics à l'épargne n'est pas dû à un seul facteur. Les explications les plus courantes avancées pour expliquer le recul aux États-Unis — les contraintes liées à la loi Sarbanes-Oxley et le risque de poursuites judiciaires — ne correspondent pas tout à fait à notre réalité. Notre portefeuille de projets s'est toutefois réduit.

The better diagnosis is an ecosystem problem: Compliance plumbing has become onerous and “check the box” rather than proportionate; smaller issuers lack coverage and liquidity; and intermediation is too concentrated at the top. In an op-ed last year, Senator Colin Deacon and I documented that after the 1987 Bank Act allowed banks to own dealers, all six major banks had investment banking platforms by mid-1988. Over the next three decades, the big six banks led, on average, about 60% of TSX public equity underwriting, peaking near 80%. Scale has benefits, but it also means fewer diverse risk appetites and less regional and sectoral specialization — precisely what smaller issuers need for coverage, liquidity and the confidence to list.

The good news is that Canada has a track record of practical innovation when we choose it. For example, the Capital Pool Company program and the bought deal underwriting arrangement were bold, made-in-Canada solutions that unlocked capital formation.

It is also encouraging that this committee is examining Canada’s IPO decline because the United States undertook similar Senate-level discussions in 2011 and 2012. The United States Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs heard testimony from academics and market participants detailing the prolonged drought in small-cap IPOs, debating causes and evaluating remedies. These deliberations directly shaped the bipartisan Jumpstart Our Business Startups Act, or JOBS Act, of 2012, parts of which were designed to ease smaller issuers into public company status.

Subsequent congressional reviews credited the JOBS Act with reviving capital formation for smaller issuers relative to the pre-JOBS Act period.

Thus, when a country treats the IPO decline as a national competitiveness issue, practical reforms can follow.

I have a long list of fixes, but I’ll pause there.

**The Chair:** Thank you. Ms. Nitani, if you can wrap up in five minutes, please.

Le véritable problème réside dans l’écosystème : les procédures de mise en conformité sont devenues lourdes et se résument à cocher des cases, au lieu d’être proportionnées; les petits émetteurs souffrent d’un manque de couverture et de liquidité; et l’intermédiation est trop concentrée au sommet. Dans un article d’opinion publié l’année dernière, le sénateur Colin Deacon et moi-même avons rapporté que, suite à l’adoption de la Loi sur les banques de 1987 qui a autorisé les banques à détenir des sociétés de courtage, dès le milieu de l’année 1988, les six grandes banques disposaient toutes de plateformes d’investissement bancaire. Au cours des trois décennies suivantes, les six grandes banques ont réalisé, en moyenne, environ 60 % des placements publics sur le TSX, ce pourcentage ayant atteint près de 80 % à son maximum. Le volume présente certes des avantages, mais il s’accompagne d’une réduction de la diversité des profils de risque et d’une diminution de la spécialisation régionale et sectorielle. Or, c’est précisément ce dont les petits émetteurs ont besoin pour bénéficier d’une couverture, de liquidité et de la confiance nécessaire pour s’introduire en bourse.

La bonne nouvelle, c’est que le Canada a déjà prouvé sa capacité à innover de manière concrète lorsqu’il choisit de le faire. Par exemple, le Programme des sociétés de capital en démarrage et la convention de prise ferme constituaient des solutions audacieuses, conçues au Canada, qui ont permis de débloquer des capitaux.

Il est également encourageant que ce comité examine le recul des premiers appels publics à l’épargne au Canada, car les États-Unis ont tenu des discussions similaires au niveau du Sénat en 2011 et 2012. Le Comité sénatorial des banques, du logement et des affaires urbaines des États-Unis a entendu les témoignages d’universitaires et d’acteurs du marché qui ont décrit en détail la longue période de stagnation des premiers appels publics à l’épargne des sociétés à faible capitalisation, et ont débattu des causes de cette situation et évalué les solutions possibles. Ces délibérations ont directement façonné la loi bipartite de 2012 intitulée « Jumpstart Our Business Startups Act », ou JOBS Act, dont certaines dispositions visaient à faciliter l’accès des petits émetteurs au statut de société publique.

Des analyses ultérieures menées par le Congrès ont attribué à la JOBS Act le mérite d’avoir relancé la formation de capital pour les petits émetteurs par rapport à la période antérieure à l’adoption de cette loi.

Ainsi, lorsqu’un pays envisage le déclin des premiers appels publics à l’épargne comme un problème de compétitivité nationale, des réformes concrètes peuvent s’ensuivre.

J’ai une longue liste de solutions, mais je vais m’arrêter là.

**Le président :** Merci. Madame Nitani, pourriez-vous conclure en cinq minutes, s’il vous plaît?

**Miwako Nitani, Associate Professor, Co-Director of the Microprogram Capital Markets; Ian Telfer Teaching Fellowship, University of Ottawa, as an individual:** Thank you, Mr. Chair, and thank you to the committee for the invitation to discuss access to financing for small- and medium-sized enterprises, or SMEs. In these brief opening remarks, I would like to share my views. I will first talk about the availability of bank loans, then of equity capital.

On bank loans, overall I think Canada has maintained a healthy and stable supply to SMEs. The loan application approval rates have been close to or even above 90% for term loans and 80% for lines of credit over the last decade. This level did not decline during the COVID period and also the last financial crisis. This was, of course, at least partially thanks to policy initiatives, the stability of the Canadian banking sector and the Canada Small Business Financing Program.

However, despite such a healthy environment, the proportion of rapidly growing firms in Canada appears to be slightly low in comparison to those in other OECD countries, particularly in the service sector.

According to 2018 OECD research, the percentage of high-growth firms in Canada was 3.1% in terms of growth in number of employees, and it was 6% in terms of revenue growth. The OECD averages were 3.7% and 6.4%, respectively.

Growing companies are concentrated to those involved in international and innovative activities. For example, in 2023-24, while 8.4% of all SMEs exhibited higher than 20% of growth in sales, the proportion was 13% for exporters and 14% for innovators.

However, access to financing appears to be more difficult for those companies, especially for lines of credit. In 2024, where the overall line of credit approval rate was 80.3%, it was 77.3% for growing firms and 75% for innovative firms. These firms tend to cite obtaining financing as a major obstacle to growth more frequently.

In addition, Canadian SMEs might face relatively high borrowing costs compared to those in other major OECD countries. The average interest rate spread between large and small businesses was 1.05% for those countries, and in Canada it was 2.26%. To this point, the interest rates charged appear to be higher for innovative firms.

**Miwako Nitani, professeure agrégée, co-directrice du microprogramme Marchés financiers; Bourse d'excellence Ian-Telfer en éducation, Université d'Ottawa, à titre personnel :** Merci, monsieur le président, et merci au comité de m'avoir invitée à discuter de l'accès au financement pour les petites et moyennes entreprises. Dans ces brèves observations liminaires, j'aimerais vous faire part de mon point de vue. Je parlerai d'abord de l'accès aux prêts bancaires, puis des capitaux propres.

En ce qui concerne les prêts bancaires, je pense globalement que le Canada a maintenu une offre saine et stable pour les petites et moyennes entreprises. Au cours de la dernière décennie, le taux d'approbation des demandes de prêt s'est maintenu à près de 90 %, voire plus, pour les prêts à terme, et à 80 % pour les lignes de crédit. Ce niveau n'a pas baissé pendant la pandémie de COVID-19 ni lors de la dernière crise financière. Ce fait est bien sûr attribuable, au moins en partie, aux mesures prises par les pouvoirs publics, à la stabilité du secteur bancaire canadien et au Programme de financement des petites entreprises du Canada.

Cependant, malgré un environnement très sain, la part des entreprises à croissance rapide au Canada semble légèrement inférieure à celle observée dans d'autres pays de l'OCDE, en particulier dans le secteur des services.

Selon une étude menée par l'OCDE en 2018, la part des entreprises à forte croissance au Canada s'élevait à 3,1 % en termes de croissance des effectifs, et à 6 % en termes de croissance du chiffre d'affaires. Les moyennes de l'OCDE s'élevaient respectivement à 3,7 % et 6,4 %.

Les entreprises en croissance sont principalement celles qui mènent des activités internationales et innovantes. Par exemple, en 2023-2024, alors que 8,4 % de l'ensemble des petites et moyennes entreprises ont enregistré une croissance de leur chiffre d'affaires supérieure à 20 %, cette part était de 13 % chez les exportateurs et de 14 % chez les innovateurs.

Cependant, l'accès au financement semble plus difficile pour ces entreprises, en particulier pour ce qui est des lignes de crédit. En 2024, alors que le taux global d'approbation des lignes de crédit s'élevait à 80,3 %, il était de 77,3 % pour les entreprises en croissance et de 75 % pour les entreprises innovantes. Ces entreprises ont tendance à citer plus souvent l'obtention de financements comme un obstacle majeur à leur croissance.

De plus, les petites et moyennes entreprises canadiennes pourraient être confrontées à des coûts d'emprunt relativement élevés par rapport à celles d'autres grands pays de l'OCDE. L'écart moyen entre les taux d'intérêt appliqués aux grandes et aux petites entreprises s'élevait à 1,05 % dans ces pays, et à 2,26 % au Canada. À cet égard, les taux d'intérêt pratiqués semblent être plus élevés pour les entreprises innovantes.

Firms need working capital when sales grow rapidly. Issues that challenge today's SMEs, such as tariffs, inflation, supply chain disruptions, shortage of highly skilled labour and Sustainable Development Goals-related regulatory compliance requirements, all increase working capital requirements. Accordingly, the relatively lower line of credit approval rates among growth-oriented firms could be a concern.

Now I will move to issues pertaining to equity capital. First, there's equity financing. For angel capital, the size of the market in Canada is less than 1% compared to that of the U.S. In 2024, the overall angel investment amount was C\$146.2 million in Canada compared to \$18.6 billion in the U.S.

The median seed round for a Canadian start-up is 37% to 40% smaller than for a comparable U.S. peer, and 15% fewer Canadian start-ups receive seed financing compared to the U.S.

As for venture capital, or VC, we have witnessed growth. Compared to the pre-pandemic period, the total annual VC investments increased from the average of \$3.8 billion to \$8 billion.

The annual average number of VC investments also increased from 454 to 616. There appears to be an abundance of capital for large venture capital deals, typically for deals greater than \$6 million to \$20 million.

However, a gap appears to exist for firms that seek \$2 million to \$5 million in venture capital. These investments are characterized by small capital requirements, high risks and high fixed costs relative to deal size. Deal sizes are typically beyond the range of interest to business angels, too risky for banks and too small and too risky for VC funds. Although BDC and Export Development Canada are active in this tier, private funds tend to shy away.

In addition, industry participants are concerned about the Canadian VC industry's reliance on foreign funds, especially for large deals. The voices include: Canada risks losing its future high-potential, job-creating and export-oriented champions. There is a growing concern that very few Canadian VC-backed companies scale up in Canada —

Les entreprises ont besoin de fonds de roulement lorsque leurs ventes augmentent rapidement. Les problèmes auxquels sont confrontées les petites et moyennes entreprises aujourd'hui, notamment les droits de douane, l'inflation, les perturbations de la chaîne d'approvisionnement, la pénurie de main-d'œuvre hautement qualifiée et les exigences réglementaires liées aux objectifs de développement durable, ont tous pour effet d'accroître les besoins en fonds de roulement. Le taux d'approbation des lignes de crédit relativement plus faible parmi les entreprises axées sur la croissance pourrait donc constituer un problème.

Je vais maintenant aborder les questions relatives aux capitaux propres. Tout d'abord, il y a le financement par capitaux propres. Pour ce qui est des capitaux providentiels, la taille du marché canadien représente moins de 1 % de celle des États-Unis. En 2024, le montant total des investissements providentiels s'élevait à 146,2 millions de dollars canadiens au Canada, contre 18,6 milliards de dollars aux États-Unis.

Le montant médian des levées de fonds d'amorçage pour une entreprise canadienne en démarrage est inférieur de 37 % à 40 % à celui d'une entreprise américaine comparable, et le nombre d'entreprises canadiennes en démarrage bénéficiant d'un financement d'amorçage est inférieur de 15 % à celui des États-Unis.

En ce qui concerne le capital de risque, nous avons constaté une croissance. Par rapport à la période qui a précédé la pandémie, le montant total annuel des investissements en capital de risque est passé d'une moyenne de 3,8 milliards de dollars à 8 milliards de dollars.

Le nombre moyen annuel d'investissements en capital de risque est également passé de 454 à 616. Il semble y avoir une abondance de capitaux pour les opérations de capital de risque de grande envergure, généralement celles dont le montant se situe entre 6 et 20 millions de dollars.

Il semble toutefois y avoir un écart pour les entreprises qui cherchent à obtenir entre 2 et 5 millions de dollars de capital de risque. Ces investissements se caractérisent par de faibles besoins en capitaux, des risques élevés et des coûts fixes importants par rapport à la taille des opérations. Le montant des opérations dépasse généralement la fourchette qui intéresse les investisseurs providentiels, présente trop de risques pour les banques et est à la fois trop modeste et trop risqué pour les fonds de capital de risque. Bien que la Banque de développement du Canada et Exportation et développement Canada soient actifs à ce niveau, les fonds privés ont tendance à se montrer réticents.

Par ailleurs, les acteurs du secteur s'inquiètent de la dépendance du secteur canadien du capital de risque à l'égard des fonds étrangers, en particulier pour les opérations de grande envergure. Parmi les avis exprimés, on peut citer celui-ci : Le Canada risque de perdre ses futurs champions à fort potentiel, créateurs d'emplois et tournés vers l'exportation. On s'inquiète

**The Chair:** Thank you. Sorry, I had to interrupt you.

Colleagues, we have 35 minutes left. I suggest we limit questions to four minutes each.

**Senator Varone:** Thank you, witnesses, for being here today. My question is for you, Mr. Pandes. Unfortunately, I had four questions prepared, and in your very fulsome remarks, you've answered three of them, so I'm left with the last one.

Canadian tax policy does play a pivotal role in shaping the environment in which SMEs flourish. I'll allow you to answer what you were about to present because you would have wiped out this question as well.

If you were the finance minister for the day, what would you do by way of tax policy to improve access to capital for SMEs?

**Mr. Pandes:** The capital gains tax, which I think was presented in the previous session, is the low-hanging fruit, in my mind. If we want to target it for IPOs specifically, you can have IPO-specific rollovers.

A few months back, I had an op-ed in *The Globe and Mail* proposing allowing capital gains rollovers when proceeds from Canadian-controlled IPOs are reinvested into subsequent IPOs. That's not a tax giveaway; it's just a timing shift. Ultimately, the government will get the taxes, just in a delayed fashion. That would be one way that is more targeted toward kick-starting the IPO market.

**Senator Varone:** Ms. Nitani, same question for you.

**Ms. Nitani:** The OECD reports that the small business tax rates in Canada are favourable to SMEs from an international perspective: They were the fourth-lowest among the OECD countries.

There is an argument that tax rates applied to firms with a certain level of earnings before tax, or EBT, creates an incentive for SME owners to maintain earnings just below the threshold. However, there is no cluster of SMEs with EBT ranging from \$425,000 to \$500,000, arguing that it is high enough not to create a large group of SMEs with EBT just below the threshold.

de plus en plus du fait que très peu d'entreprises canadiennes financées par du capital de risque parviennent à se développer au Canada...

**Le président :** Merci. Désolé, j'ai dû vous interrompre.

Chers collègues, il nous reste 35 minutes. Je propose que nous limitions les interventions à quatre minutes chacune.

**Le sénateur Varone :** Merci à vous, chers témoins, d'être ici aujourd'hui. Ma question s'adresse à vous, monsieur Pandes. Malheureusement, j'avais préparé quatre questions, et dans vos observations très complètes, vous avez déjà répondu à trois d'entre elles; il ne m'en reste donc plus qu'une.

La politique fiscale canadienne joue effectivement un rôle déterminant dans la création d'un environnement propice à l'épanouissement des petites et moyennes entreprises. Je vais vous laisser répondre ce que vous étiez sur le point de dire, car vous auriez également éliminé cette question.

Si vous étiez ministre des Finances pour une journée, quelles mesures fiscales prendriez-vous pour améliorer l'accès au capital des petites et moyennes entreprises?

**M. Pandes :** L'impôt sur les gains en capital, qui, si je me souviens bien, a été présenté lors de la session précédente, est à mes yeux la solution la plus simple. Si nous voulons cibler spécifiquement les premiers appels publics à l'épargne, nous pouvons proposer des transferts spécialement destinés à ce type d'opérations.

Il y a quelques mois, j'ai publié un article d'opinion dans *The Globe and Mail* dans lequel je proposais d'autoriser le report des gains en capital lorsque le produit de premiers appels publics à l'épargne sous contrôle canadien est réinvesti dans des premiers appels publics à l'épargne ultérieurs. Il ne s'agit pas d'un allègement fiscal, mais simplement d'un décalage dans le temps. Au final, le gouvernement percevra ces impôts, mais avec un certain retard. Cette mesure constituerait un moyen plus ciblé de relancer le marché des premiers appels publics à l'épargne.

**Le sénateur Varone :** Madame Nitani, je vous pose la même question.

**Mme Nitani :** Selon l'OCDE, les taux d'imposition des petites entreprises au Canada sont avantageux pour les petites et moyennes entreprises d'un point de vue international : ils figuraient au quatrième rang des plus bas parmi les pays de l'OCDE.

Certains affirment que les taux d'imposition appliqués aux entreprises dont le bénéfice avant impôts atteint un certain niveau incitent les propriétaires de petites et moyennes entreprises à maintenir leurs bénéfices juste en dessous de ce seuil. Il n'existe toutefois pas de groupe de petites et moyennes entreprises dont les bénéfices avant impôts se situent

And I think we don't have to concern ourselves with that.

**Mr. Pandes:** If I can jump in, the one other thing I would add is levelling the tax playing field. Often, we see private companies get a tax advantage, but equivalent-sized public companies don't get the same tax benefit. The SR&ED tax incentive is a great example of that.

I know that's coming online where they would give that kind of access to similar-sized public companies as well. I would encourage tax policy to treat company size as the determining factor, not listing status.

**Senator Fridhandler:** Professor Pandes, before we go down this rabbit hole, I would like to know your thoughts on us examining or reviewing what is done with the JOBS Act in the U.S. and how that might transition back into Canada policy-wise?

**Mr. Pandes:** We did adopt pieces of the JOBS Act. Pre-marketing and testing the waters is one element, but our rules are a little bit more restrictive, I would say. If you're a public company, some of the pre-marketing is not available to you.

I would recommend looking at the U.S. side, which is a little bit more liberal in encouraging companies to go public, as well as public companies looking to raise capital on an ongoing basis and adopting some of their policies.

When the JOBS Act came out, we did adopt pieces of it, but I would say there is more room to liberalize it even further, which would encourage not only IPOs, but once you're public, it also encourages companies to raise more capital as well.

Confidentiality when filing with a securities regulator ahead of announcing it to the public and pre-marketing more broadly not just with a dealer but with the company itself can also be pre-marketing. Those are things in the U.S. that are a little broader than what we have here in Canada.

**Senator Fridhandler:** Can either of you comment on the restrictions to participation in offerings, whether it's private or public, in terms of our creditor-investor rules and the ability to democratize participation in the marketplace, whether it's the trading market or pre-public offerings for private companies?

entre 425 000 et 500 000 \$, ce qui laisse supposer que ce seuil est suffisamment élevé pour ne pas créer un groupe important de petites et moyennes entreprises dont les bénéficiaires avant impôts se situent juste en dessous de ce seuil.

Et je pense que nous n'avons pas à nous en préoccuper.

**M. Pandes :** J'aimerais ajouter une chose : nous devrions uniformiser les règles du jeu en matière fiscale. On constate souvent que les entreprises privées bénéficient d'un avantage fiscal, alors que ce n'est pas le cas des entreprises publiques de taille équivalente. Le programme de la recherche scientifique et du développement expérimental en est un excellent exemple.

Je sais que cet accès sera bientôt étendu aux sociétés cotées de taille semblable. Je recommanderais que la politique fiscale considère la taille de l'entreprise comme le facteur déterminant, et non son statut de cotation.

**Le sénateur Fridhandler :** Monsieur Pandes, avant que nous nous lancions dans cette discussion, j'aimerais savoir ce que vous pensez de l'idée d'examiner ou de passer en revue la mise en œuvre de la JOBS Act aux États-Unis et de réfléchir à la manière dont nous pourrions adapter ces politiques au contexte canadien.

**M. Pandes :** Nous avons repris certains éléments de la JOBS Act, notamment la précommercialisation et la prise de pouls du marché. Je pense toutefois que nos règles sont un peu plus restrictives. Les sociétés publiques n'ont pas accès à certaines activités de précommercialisation.

Je recommanderais de s'inspirer du modèle américain, qui est un peu plus favorable à l'entrée en bourse des entreprises, ainsi que des sociétés publiques qui cherchent continuellement à lever des fonds, et d'adopter certaines de leurs pratiques.

Lorsque la JOBS Act a été adoptée, nous en avons intégré certains éléments, mais je pense que nous pourrions aller encore plus loin dans la libéralisation. Nous encouragerions ainsi non seulement les premiers appels publics à l'épargne, mais aussi, une fois les entreprises cotées en bourse, la levée de capitaux supplémentaires.

La confidentialité lors du dépôt de documents auprès d'un organisme de réglementation des valeurs avant l'annonce publique, ainsi que les activités plus générales, menées non seulement auprès d'un courtier, mais aussi au sein même de la société, peuvent également constituer des activités de précommercialisation. Il s'agit là d'éléments qui, aux États-Unis, ont une portée un peu plus large qu'ici au Canada.

**Le sénateur Fridhandler :** L'un d'entre vous pourrait-il nous parler des restrictions qui s'appliquent à la participation aux offres, qu'elles soient privées ou publiques, au regard de nos règles relatives aux créanciers-investisseurs et de la possibilité de démocratiser la participation au marché, qu'il s'agisse du

**Mr. Pandes:** One of the concerns I have of late is that instead of fixing the public markets, we're trying to get retail investors into the private markets. There are a lot of risks associated with that. There is less transparency and huge illiquidity issues, so if you are a retail investor that needs day-to-day funds, you are going to run into a lot of problems being in the private markets. Ed Waitzer, former chair of the Ontario Securities Commission, had a great op-ed in *The Globe and Mail* either yesterday or the day before, making similar arguments that we are focusing on the wrong thing, which is that we're trying to liberalize private markets. But private markets are opaque, they operate under the fog of secrecy and there is less transparency and liquidity, so we could be exposing our retail investors to considerable risk. I would rather see more focus on the public markets and ensuring companies go public and having retail investors participate there where there is more liquidity and transparency.

**Ms. Nitani:** I would like to add a bit more. I am doing research on the U.S. equity crowdfunding market, and the biggest concern is the equity crowdfunding market allows, as you said, retail investors to invest in start-up companies, but start-up companies are very risky. You know only the accredited investors, venture capital and business angels were allowed to invest in those companies.

Now retail investors can invest in those companies without being equipped with the necessary expertise and data to choose investment opportunities. I know that the U.S. equity crowdfunding markets are growing so rapidly, and those companies receive a huge amount of capital. They easily get \$2 million or \$5 million, but when I tracked the performance of those companies after receiving the funds from equity crowdfunding platforms, many do not exist anymore. I would say that based on my preliminary research, less than 10% survived after receiving those equity crowdfunds.

I know that the Canadian equity crowdfunding market is not as active as in the U.S., but it might be good news because there might be a crash in the U.S. equity crowdfunding market in the future, given the performance and given such a low survival rate.

marché boursier ou des premiers appels publics à l'épargne pour les sociétés privées?

**M. Pandes :** L'une de mes préoccupations ces derniers temps est que, au lieu de redresser les marchés publics, nous essayons d'attirer les investisseurs particuliers vers les marchés privés. Cette approche comporte de nombreux risques. Elle offre moins de transparence et pose d'énormes problèmes d'illiquidité. Les investisseurs particuliers qui ont besoin de liquidités au quotidien risquent donc de se heurter à de nombreuses difficultés s'ils investissent sur les marchés privés. Ed Waitzer, l'ancien président de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, a publié un excellent article d'opinion dans *The Globe and Mail* hier ou avant-hier. Il y avance un argument similaire, selon lequel nous nous concentrons sur le mauvais sujet, à savoir que nous essayons de libéraliser les marchés privés. Les marchés privés sont toutefois opaques; ils fonctionnent dans le flou du secret et offrent moins de transparence et de liquidité. Nous pourrions donc exposer nos investisseurs particuliers à un risque considérable. Je préférerais que nous nous concentrons davantage sur les marchés boursiers, et que nous encourageons les entreprises à entrer en bourse et les investisseurs particuliers à participer à ces marchés, qui offrent davantage de liquidité et de transparence.

**Mme Nitani :** J'aimerais ajouter quelque chose. Je mène actuellement des recherches sur le marché américain du financement participatif en capital, et le problème principal est que, comme vous l'avez dit, ce marché permet aux investisseurs particuliers d'investir dans des entreprises en démarrage. Or, celles-ci présentent un risque très élevé. Vous savez que seuls les investisseurs accrédités, le capital de risque et les investisseurs providentiels étaient autorisés à investir dans ces entreprises.

Désormais, les particuliers peuvent investir dans ces entreprises sans disposer de l'expertise ni des données nécessaires pour sélectionner les opportunités d'investissement. Je sais que les marchés américains du financement participatif en capital connaissent une croissance fulgurante et que ces entreprises lèvent des sommes colossales. Elles parviennent facilement à lever 2 à 5 millions de dollars, mais lorsque j'ai examiné le rendement de ces entreprises après qu'elles ont reçu les fonds provenant de plateformes de financement participatif en capital, j'ai constaté que beaucoup d'entre elles n'existaient plus. D'après mes recherches préliminaires, je pense que moins de 10 % ont survécu après avoir reçu ces fonds levés via le financement participatif en capital.

Je sais que le marché canadien du financement participatif en capital n'est pas aussi actif qu'aux États-Unis, mais c'est peut-être une bonne chose. En effet, compte tenu des résultats enregistrés et du taux de survie extrêmement faible observé, le marché américain du financement participatif en capital pourrait connaître un effondrement à l'avenir.

[Translation]

**Senator Henkel:** Professor Pandes, you work on the public market side. Professor Nitani, you work on the side of bank loans and SMEs. In your respective research, do you see a realistic mechanism for the savings of ordinary Canadians to directly finance SMEs in their region? If so, what are the hardest obstacles to overcome in this type of funding?

[English]

**Mr. Pandes:** One of the things we have seen is the “know your product” and “know your client” rules have become more onerous, so the client-focused reforms from a few years back have basically caused the big banks to push their own products, which I think is problematic. Because of that, the big banks also offer bundled and tied-in services for loans as well as equity support and advisory and all these things, so it’s pushed out the smaller brokers.

I think what we need to do is revisit those because compliance is so heavy that if you recommend an early-stage company, for example — perhaps a riskier company — you’d have to go through so many compliance hoops as an adviser in order to justify that.

In the old days, you had independent brokers and other advisers who would recommend TSX Venture-listed companies or capital pool companies. They are riskier, but potential rewards are higher. As long as the purchaser knows the risk-reward trade-offs, there is nothing inherently wrong with that.

The big concern is that with the increase in compliance requirements, it’s just not incentivized for advisers to promote smaller, junior or small-cap companies. I think that is also part of the reason why you’re seeing the gutting of financing opportunities for early-stage growth companies in this country.

**Ms. Nitani:** You might remember the presence of retail funds in the Canadian venture capital industry: the labour-sponsored venture capital corporations, or LSVCCs. For retail investors, the idea was to move our savings to venture capital funds to accelerate the growth of the Canadian venture capital industry.

However, it didn’t work, so right now, most jurisdictions have phased out this mechanism. The reason is that the people who invested in LSVCCs received quite a large tax incentive. Most people investing in LSVCC retail funds for the purpose of a tax incentive are not supporting young Canadian businesses.

[Français]

**La sénatrice Henkel :** Professeur Pandes, vous travaillez du côté des marchés publics. Professeure Nitani, vous travaillez du côté du crédit bancaire et des PME. Est-ce que vous voyez, dans vos recherches respectives, un mécanisme réaliste pour que l’épargne des Canadiens ordinaires finance directement les PME de leur région? Si oui, quels sont les obstacles les plus difficiles à surmonter dans ce genre de financement?

[Traduction]

**M. Pandes :** Nous avons notamment constaté que les règles « Bien connaître son produit » et « Bien connaître son client » sont devenues plus contraignantes, de sorte que les réformes axées sur le client mises en place il y a quelques années ont essentiellement poussé les grandes banques à promouvoir leurs propres produits, ce qui est un problème, selon moi. Pour cette raison, les grandes banques offrent également des services groupés et liés aux prêts, des services de soutien en matière de capitaux propres, des services-conseils, etc., ce qui a évincé les petits courtiers.

Je pense qu’il faut revoir cela, car les exigences réglementaires sont tellement lourdes que si l’on recommande une entreprise en démarrage qui comporte plus de risques, par exemple, le conseiller doit satisfaire à de multiples exigences réglementaires pour justifier ce choix.

Autrefois, il y avait des courtiers indépendants et d’autres conseillers qui recommandaient des sociétés cotées à la Bourse de croissance TSX ou des sociétés de capital de démarrage. C’est plus risqué, mais le rendement potentiel est plus élevé. En soi, il n’y a pas de mal à cela, tant que l’acheteur connaît le compromis risque-rendement.

Le principal problème, c’est que l’augmentation des exigences de conformité n’incite tout simplement pas les conseillers à promouvoir les petites sociétés, ou les sociétés à faible capitalisation. Je pense que cela explique aussi, en partie, pourquoi on assiste à l’effondrement des possibilités de financement pour les entreprises en démarrage au pays.

**Mme Nitani :** Vous vous souvenez peut-être des fonds de détail dans le secteur canadien du capital de risque : les sociétés à capital de risque de travailleurs, ou SCRT. Pour les petits investisseurs, l’idée était de transférer nos économies dans des fonds de capital de risque afin d’accélérer la croissance du secteur canadien du capital de risque.

Cela n’a pas fonctionné, toutefois, de sorte qu’actuellement, la plupart des administrations ont graduellement éliminé ce mécanisme, car les personnes qui ont investi dans des SCRT ont reçu un incitatif fiscal assez important. Le fait que la majorité des personnes investissent dans des fonds de détail de SCRT afin d’en tirer un avantage fiscal n’aide en rien les jeunes entreprises canadiennes.

They were satisfied with a lower tax rate, and they did not monitor the growth of the SMEs they invested in, so the governance mechanism didn't work.

Let's say, for example, in the usual VC sector, the fund provider closely monitors the venture capital fund's performance so that if the fund fails to achieve a certain level of return, like 10% or 20%, then it's going to be very difficult for that fund to exist.

However, LSVCCs are evergreen, as investment fund providers to those LSVCCs are retail people who did not complain, even if the returns on those LSVCCs were super low.

**The Chair:** Thank you. I have to interrupt you. Sorry about that.

**Senator C. Deacon:** Thank you and welcome, Professor Pandes and Professor Nitani. I'm going to focus my question toward you, if I could, Professor Pandes. What we have been hearing is that there's a lack of vibrancy and diversity in the Canadian capital markets, and that's a big change from our historical place. I can see a culture change needed — not just a regulatory change — in Canadians.

We are a monopolized economy and highly consolidated. You can look at telecom. There are a lot of flanker brands underneath the three major brands.

Our banks aren't just banks, but they are payment companies, banking organizations, insurance and investment. We have seen that massive consolidation. Is there value in our proposing or considering an option with the federal government to recommend that they actively implement a deconsolidation incentive and regulatory changes to push deconsolidation in our economy to bring vibrancy and diversity into the investment market? I think it would give Canadians more opportunity, and it would drive innovation and competition into our markets. Do you have any thoughts on that?

**Mr. Pandes:** I 100% agree with that. There is stability that comes with having the big banks; we saw that during the financial crisis. However, they are in too many different areas, and they have a lot of power in different areas. In the earlier question, I was referring to the bundled services and the tie-ins they offer. They lure you with a commercial loan and say, "Why don't you come to us now for your next equity underwriting?" or "Why don't you come to us for insurance?"

Even though we should be having Chinese walls between these different segments of it, I don't think it operates in that way in reality.

Les investisseurs se réjouissaient d'avoir un taux d'imposition plus bas, mais ne surveillaient pas la croissance des PME dans lesquelles ils investissaient. Donc, le mécanisme de gouvernance ne fonctionnait pas.

À titre d'exemple, supposons que dans le secteur du capital de risque normal, le fournisseur de fonds surveille de près le rendement du fonds de capital de risque. Dans ce cas, il sera très difficile de maintenir ce fonds si son rendement n'atteint pas un certain niveau, 10 ou 20 %, par exemple.

Cependant, les SCRT sont permanents, car les fournisseurs de fonds d'investissement pour ces SCRT sont des particuliers qui ne se sont pas plaints malgré le très faible rendement de ces SCRT.

**Le président :** Merci. Je dois vous interrompre. Je suis désolé.

**Le sénateur C. Deacon :** Merci et bienvenue, monsieur Pandes et madame Nitani. Ma question s'adresse à vous, si vous me le permettez, monsieur Pandes. Ce que nous entendons, c'est qu'il y a un manque de dynamisme et de diversité dans les marchés financiers canadiens, ce qui est un changement considérable par rapport à notre situation dans le passé. Je constate qu'un changement de culture s'impose — pas seulement sur le plan de la réglementation — chez les Canadiens.

Notre économie est monopolisée et fortement consolidée. Regardez le secteur des télécommunications : les trois acteurs principaux comptent énormément de marques dérivées.

Nos banques ne sont pas que des banques. Ce sont aussi des entreprises de paiement, des organisations bancaires, des sociétés d'assurance et d'investissement. Nous avons été témoins de cette consolidation massive. Serait-il judicieux de proposer ou de recommander au gouvernement fédéral d'agir pour mettre en œuvre des mesures incitatives et modifier la réglementation visant la « déconsolidation » de notre économie et afin de dynamiser et de diversifier le marché des investissements? À mon avis, cela augmenterait les occasions pour les Canadiens, en plus de stimuler l'innovation et la concurrence sur nos marchés. Avez-vous des observations à ce sujet?

**M. Pandes :** Je suis tout à fait d'accord. Les grandes banques apportent de la stabilité, comme on l'a vu pendant la crise financière. Cependant, elles sont présentes dans trop de domaines différents, et elles ont beaucoup de pouvoir dans divers domaines. En réponse à la question précédente, j'ai parlé de l'offre de services regroupés et liés. On vous attire avec un prêt commercial, puis on vous invite à faire affaire avec eux pour votre prochain engagement de prise de participation ou pour souscrire une assurance.

Il faudrait ériger une muraille de Chine entre les divers secteurs d'activité, mais je ne pense pas que cela pourrait fonctionner ainsi, dans la réalité.

There was another piece in *The Globe and Mail* yesterday where there were worries about competition and advisers basically pushing their own bank products. Part of their excuse is “know your product” and “know your client” and “those are the products we know,” so the safe thing is to offer the products they have at their disposal.

We need to scale back on some of those, which have become very onerous from a compliance perspective where they are basically encouraging ETF investment.

I do agree that we need to deconsolidate or unpack some of the bundled services that these banks are offering to allow more independent brokers to promote early-stage, younger growth stories in this country.

**Senator C. Deacon:** We saw with the introduction of the “know your product” rule, banks immediately, all in tandem, said, “Okay, well, we are just going to sell our own products.” It is a reflex.

We do need to look at that. Thank you very much.

**Senator Wallin:** Thank you very much, Dr. Pandes.

Can you give us a brief assessment of how government funding works and doesn't work? We've heard lots of testimony over the years and complaints that they fund the front end but then disappear after they hit \$1 million and everybody has to sell and move on. What is your assessment of the structural approach of governments to funding? In addition to how they do it, are they choosing the right sectors?

Then I would like a brief comment from Dr. Nitani: Are there other OECD countries that do it better?

**Mr. Pandes:** I would argue that where the government plays a role is in providing the seeds. In the U.S., if you look at the big companies, a lot of their early financing was government grants and support. If you look at the Apples of the world, they had early government support. There have been books written on that as well.

That is where I think the government plays a role. It is not in the scaling-up side of things.

If there's a big bet type of technology or innovation, the government should support that type of risk taking and planting those seeds, but once the companies gain some traction, we have to find the private markets there to support the scale-up side of things.

Dans un autre article paru hier dans le *Globe and Mail*, on fait état de préoccupations concernant la concurrence et le fait que les conseillers font essentiellement la promotion de leurs propres produits bancaires. Ils ont notamment fait valoir que c'est conforme aux règles « Bien connaître son produit » et « Bien connaître son client », et que ce sont les produits qu'ils connaissent. Il est donc plus simple d'offrir les produits à leur disposition.

Il faut revenir en arrière à certains égards, car c'est devenu très lourd sur le plan de la conformité et cela encourage essentiellement les investissements dans les FNB.

Je suis d'accord pour dire qu'il faut « déconsolider » ou séparer certains services regroupés offerts par les banques afin que davantage de courtiers indépendants puissent promouvoir les jeunes entreprises au pays.

**Le sénateur C. Deacon :** Nous avons constaté, après l'introduction de la règle « Bien connaître son produit », que les banques ont immédiatement décidé, ensemble, de simplement vendre leurs propres produits. C'est un réflexe.

Nous devons examiner la question. Merci beaucoup.

**La sénatrice Wallin :** Merci beaucoup, monsieur Pandes.

Concernant le financement gouvernemental, pouvez-vous nous donner un aperçu de ce qui fonctionne ou non? Au fil des ans, nous avons entendu nombre de témoignages et de plaintes, à savoir que le financement est là au début, mais qu'il disparaît dès que l'on atteint le million de dollars et que tout le monde doit vendre et passer à autre chose. Que pensez-vous de l'approche structurelle des gouvernements en matière de financement? Outre la manière dont ils s'y prennent, choisissent-ils les bons secteurs?

J'aimerais ensuite avoir un bref commentaire de Mme Nitani. D'autres pays de l'OCDE font-ils mieux?

**M. Pandes :** Je dirais que le rôle du gouvernement consiste à fournir les semences. Aux États-Unis, si l'on prend l'exemple des grandes entreprises, une bonne partie de leur financement initial provenait de subventions et de mesures de soutien gouvernementales. Les Apple de ce monde ont bénéficié d'un soutien public à leurs débuts. Des livres ont d'ailleurs été écrits à ce sujet.

C'est là que le gouvernement a un rôle à jouer, à mon avis. Ce n'est pas du côté de l'expansion.

Si une technologie ou une innovation représente un pari risqué, le gouvernement devrait soutenir ce type de prise de risque et aider à semer ces graines, mais dès qu'une entreprise commence à connaître un certain succès, il faut faire appel aux marchés privés pour appuyer son expansion.

We are great at entrepreneurship and early-stage ideas. The problem is in that scaling up: We get picked off too soon.

**Senator Wallin:** We have also heard from people that there is that transition, and there is not the right kind of advice, guidance or support to get from that start-up phase to go to the markets. The government just kind of cuts it off and says, “Good luck. See you tomorrow.”

**Mr. Pandes:** Yes, I agree with that.

Historically, the public markets played a really important role in that scaling-up side of things. If you think of the predecessor stock exchanges, like the Alberta, Vancouver and Winnipeg stock exchanges, they were there because first of all, there was a lack of institutional capital in Western Canada, and there was huge retail participation that was helping to support the scale-up of businesses.

We have gotten away from allowing more of that, which would help that next stage beyond government support.

**Senator Wallin:** Anybody doing it right, Dr. Nitani?

**Ms. Nitani:** On the Canada Small Business Financing Program, I think it is working well. First, it is self-sustaining and the additionality rate of firms that would not have received loans without this program is very high. I think the performance is very good. Also, this program recently amended its policy so that working capital, like line of credit loans, could now also be guaranteed by the Canada Small Business Financing Program. I think this is a good move.

As I said, because growth-oriented small firms tend to have more difficulty accessing bank loans, maybe if necessary, a further amendment to the program could be focusing on more growth-oriented firms. Also, for example, there are the federal government’s Venture Capital Action Plan, or VCAP, and Venture Capital Catalyst Initiative, or VCCI. What I like about those programs is they also amended their investment approach by not directly investing in start-up companies, but more so, they are now collaborating with the private venture capital funding sector to invest together in small firms. I think this is very good.

**Senator Loffreda:** Thank you both, Mr. Pandes and Ms. Nitani, for being here with us. I would like you both to weigh in on this.

Nous excellons dans l’entrepreneuriat et les idées nouvelles. Le problème est lié à l’expansion; réside dans cette mise à l’échelle; on cesse de nous appuyer trop tôt.

**La sénatrice Wallin :** On nous a également indiqué qu’il y a une période de transition, mais qu’il y a un manque de conseils, d’orientation ou de soutien adéquats pour passer de la phase de démarrage à la commercialisation. D’une certaine façon, le gouvernement coupe les vivres et dit : « Bonne chance. À demain. »

**M. Pandes :** Oui, je suis d’accord.

Historiquement, les marchés publics ont joué un rôle très important dans la phase de développement. Prenons l’exemple des bourses précédentes, comme les bourses de l’Alberta, de Vancouver et de Winnipeg. Elles existaient d’abord en raison du manque de capitaux institutionnels dans l’Ouest canadien, et il y avait une participation considérable d’investisseurs particuliers qui contribuait à appuyer la croissance des entreprises.

Nous avons cessé de favoriser cela davantage, alors que cela aiderait à la prochaine étape, après l’aide gouvernementale.

**La sénatrice Wallin :** Madame Nitani, fait-on bien les choses quelque part?

**Mme Nitani :** Je pense que le Programme de financement des petites entreprises du Canada fonctionne bien. D’abord, le programme est autosuffisant, et le taux d’entreprises adhérant aux principes d’additionnalité qui n’auraient pas reçu de prêts sans ce programme est très élevé. Je pense que le rendement est très bon. En outre, les modalités de ce programme ont récemment été modifiées afin que les fonds de roulement, comme les prêts sur marge de crédit, puissent maintenant être garantis par le Programme de financement des petites entreprises du Canada. Je pense que c’est une bonne décision.

Comme je l’ai dit, étant donné que les petites entreprises axées sur la croissance ont généralement plus de difficultés à obtenir des prêts bancaires, on pourrait, si nécessaire, envisager une nouvelle modification du programme afin de cibler davantage ces entreprises. Il y a deux autres programmes fédéraux, par exemple : le Plan d’action sur le capital de risque, ou PACR, et l’Initiative de catalyse du capital de risque, ou ICCR. Ce qui me plaît de ces programmes, c’est que leur approche en matière d’investissement a aussi été modifiée. Il ne s’agit plus d’investir directement dans les entreprises en démarrage, mais de collaborer avec les acteurs du secteur privé pour le financement par capital-risque destiné aux petites entreprises. Je pense que c’est très bien.

**Le sénateur Loffreda :** Monsieur Pandes et madame Nitani, je vous remercie tous les deux de votre présence parmi nous. J’aimerais avoir vos observations à tous les deux à ce sujet.

Mr. Pandes, you said during your opening remarks that we do lag in innovation and productivity, and I strongly agree with you on the productivity side. However, because of our R&D tax credits, many would disagree on the innovation side. We're great on the "R" side in Canada but not too successful on the "D" side. But where I strongly agree with you is that we have a problem. You said it's because we don't attract large-scale tech firms into Canada, and significant growth in the U.S. market and around the world comes from the largest tech firms, liquidity, et cetera.

How do we do that? How can we do that? What about policy tools? We talked substantially about the capital gains tax rollovers, but not on the retail side where the incentive is to invest. Maybe in the past, that wasn't such a success because of the risks involved and the fact that many investors were having substantial losses, but how can we attract the large-scale tech firms into Canada? Any policy tools there, if you can elaborate on that?

**Mr. Pandes:** My thoughts on that are that we should actually be building the large technology firms in this country. When I say "technology," that includes pharmaceuticals, life sciences and all these sectors where we lack.

We are great, like I said in my opening remarks, at the start-up phase of these seeds and companies, but the problem is that they get picked off too early. Part of the challenge is that we don't have deep pools of capital here. Historically, where companies would go public, the broad masses would be able to invest in and allow these companies to scale up. Nowadays, with companies choosing not to go public, at the end of the day, these start-ups need to get an exit if they want to scale up. Often, that exit is either a private equity or venture capital player south of the border or a large U.S. or other foreign technology company buying these companies.

One of the things I've encouraged as an idea is supporting a national survey — an academic could do that — where you actually canvass private market participants, founders and managers in the private space and ask them directly, "Why is it you don't want to go public in this country?" Also, in the survey, you can include public market CEOs and managers and ask them what works in the public market and what doesn't.

I have not seen a large-scale survey doing something like that where we would get direct evidence from the folks on the ground to understand what is working, what's not and what their

Monsieur Pandes, dans votre déclaration préliminaire, vous avez dit que nous accusons du retard sur les plans de l'innovation et de la productivité, et je suis tout à fait d'accord avec vous pour ce qui est de la productivité. Cependant, beaucoup seraient en désaccord avec vous pour ce qui est de l'innovation en raison des crédits d'impôt pour la recherche et le développement. Au Canada, nous excellons en recherche, mais pas tant en développement. Toutefois, je suis tout à fait d'accord avec vous pour dire que nous avons un problème. Vous avez dit que c'est parce que nous n'attirons pas de grandes entreprises de technologie au Canada, et qu'une part importante de la croissance du marché aux États-Unis et dans le monde entier est liée aux grandes entreprises technologiques, aux liquidités, et cetera.

Que doit-on faire? Comment pouvons-nous y arriver? Qu'en est-il des outils stratégiques? Nous avons beaucoup parlé du roulement de l'impôt sur les gains en capital, mais pas du côté des épargnants, où l'incitatif est lié à l'investissement. Cela n'a peut-être pas été un grand succès dans le passé en raison des risques et du fait que de nombreux investisseurs subissaient des pertes importantes, mais comment pouvons-nous attirer les grandes entreprises technologiques au Canada? Y a-t-il des outils stratégiques? Pouvez-vous en dire plus à ce sujet?

**M. Pandes :** Je pense que nous devrions développer de grandes entreprises technologiques ici au pays. Quand je dis « technologie », cela comprend les sociétés pharmaceutiques, les sciences de la vie et tous les secteurs où nous accusons du retard.

Comme je l'ai dit dans ma déclaration préliminaire, nous excellons à l'étape du démarrage des projets et des entreprises, mais le problème, c'est qu'on les rachète trop tôt. Le problème, en partie, c'est que nous n'avons pas d'importantes réserves de capitaux. Auparavant, lorsque les entreprises entraient en bourse, le grand public pouvait y investir et leur permettre de se développer. Aujourd'hui, comme les entreprises choisissent de ne pas entrer en bourse, les entreprises en démarrage qui veulent prendre de l'expansion doivent trouver une porte de sortie, ce qui, dans bien des cas, est l'acquisition de l'entreprise par une société de capital-investissement ou de capital de risque au sud de la frontière, ou une grande société de technologie américaine ou étrangère.

Je préconise notamment la tenue d'une enquête nationale, possiblement menée par un universitaire, auprès d'acteurs du marché privé, de fondateurs et de dirigeants du secteur privé, pour leur demander directement pourquoi ils refusent d'entrer en bourse dans ce pays. On pourrait aussi inclure des PDG et des dirigeants d'entreprises cotées en bourse, pour savoir ce qui fonctionne et ce qui ne fonctionne pas dans le marché public.

À ma connaissance, il n'y a pas eu d'enquête de grande envergure permettant d'obtenir des témoignages directement auprès des acteurs sur le terrain pour comprendre ce qui

thinking is around scaling up in this country or going public, which I think is the important piece for us.

In the U.S., if a company does not go public, it is not the end of the world in the sense that they just have deep pools of private capital that will end up allowing these companies to scale up. The challenge for us and why it is more damaging, as I mentioned in my opening remarks, is we don't have the deep pools of capital, so it ends up being a choice of having to get an exit somehow from the managers, employees and founders, and the choice is either going to be a private equity firm or a venture capital firm that is abroad or a large technology firm.

Instead of attracting tech companies here, I would like to see us build homegrown technology and innovation companies in this country.

**Ms. Nitani:** I agree with Dr. Pandes. We used to have a technology cluster in Ottawa, but now it has disappeared. Also, for growing companies and entrepreneurial companies, especially high-tech companies, the close network is very important. For example, one of the fastest-growing Canadian companies right now in Ottawa is BluWave-ai. The CEO and CFO are almost every month flying to California to get VC funds. So the geographic cluster could be a very strong advantage. VCs are here, fast-growing entrepreneurial firms are here and large high-tech firms are here, and they are creating a close, tight community.

Is it possible for Canada to create that kind of cluster? Maybe, but I'm not sure. I agree with Dr. Pandes. Instead of bringing high-tech companies into Canada, we have lots of attractive high-tech growth potential companies in Canada and in Ottawa.

U.S. VCs have abandoned money and money-chasing deals. It's about making Canada an inevitable source of good deals for U.S. venture capital funds so that we have a stable and consistent supply of VC funds for Canadian companies to grow, while creating a very close relationship with the U.S. VC funds so that they do not drive down the price of Canadian firms. I think that might be one way to do that.

**Senator Yussuff:** Thank you both for being here. Ms. Nitani, we want to come back to something you said earlier. Maybe your research is not yet fully to fruition, but you said that crowdsourcing funding in the U.S. — when you gave the data — is quite troubling. If the failure rate is what you have highlighted, we

fonctionne et ce qui ne fonctionne pas, ainsi que leur opinion sur les possibilités de développement au pays ou d'aller en bourse, ce qui est, à mon avis, l'élément important pour nous.

Aux États-Unis, si une entreprise n'entre pas en bourse, ce n'est pas la fin du monde, car elle a accès à de vastes réserves de capitaux privés qui lui permettront de croître, en fin de compte. La difficulté, pour nous — et c'est la raison pour laquelle c'est plus dommageable —, comme je l'ai mentionné dans mon exposé, c'est que nous n'avons pas ces importantes réserves de capitaux. Les gestionnaires, les employés et les fondateurs se retrouvent donc devant un choix, qui sera de se tourner vers une société privée de capital-investissement, une société de capital de risque à l'étranger, ou une grande entreprise de technologie.

Au lieu d'attirer des entreprises de technologie ici, j'aimerais que l'on crée des entreprises de technologie et d'innovation ici même, au pays.

**Mme Nitani :** Je suis d'accord avec M. Pandes. Auparavant, nous avions une grappe technologique à Ottawa, mais cela n'existe plus. En outre, il est très important, pour les entreprises en croissance et les entreprises novatrices, en particulier les entreprises de haute technologie, d'avoir un réseau étroit. Par exemple, BluWave-ai est actuellement l'une des entreprises canadiennes affichant la croissance la plus rapide à Ottawa. Son PDG et son directeur financier se rendent en Californie presque tous les mois pour obtenir des fonds de capital de risque. Une grappe géographique pourrait donc être un avantage considérable. Les sociétés de capital de risque sont ici, tout comme les entreprises à croissance rapide et les grandes entreprises de haute technologie, et elles créent une communauté tissée serrée.

Le Canada pourrait-il créer ce genre de grappe? Peut-être, mais je n'en suis pas certaine. Je suis d'accord avec M. Pandes. Au lieu d'attirer des entreprises de haute technologie au Canada, regardons chez nous : il y a beaucoup d'entreprises de haute technologie attrayantes qui ont un potentiel de croissance, au Canada et à Ottawa.

Les sociétés de capital de risque américaines ont renoncé à la course à l'argent et aux opérations motivées uniquement par le profit. Il s'agit de faire du Canada une source incontournable d'occasions intéressantes pour les fonds de capital-risque américains, afin de garantir aux entreprises canadiennes un apport stable et régulier en capitaux pour leur croissance, tout en établissant des relations très étroites avec ces fonds pour éviter qu'ils ne fassent baisser la valeur des entreprises canadiennes. Je pense que cela pourrait être une façon d'y parvenir.

**Le sénateur Yussuff :** Je vous remercie tous les deux de votre présence. Madame Nitani, nous voulons revenir sur un commentaire que vous avez fait plus tôt. Votre recherche n'est peut-être pas encore tout à fait terminée, mais vous avez dit que le financement participatif aux États-Unis — lorsque vous avez

want to make sure we don't go down the same path and repeat some of the same mistakes.

When you finish your examination of the evidence, could you forward that to us? Because it would be good for the committee to have that as evidence in regard to what our recommendation might be in that regard. Thank you for sharing that because I think you put a whole different perspective on crowdsource funding, which some people are saying is a good model that we should look at, but I think we should also know the consequences of it. I think that would be really helpful.

**Ms. Nitani:** Thank you. Yes, I will.

**Senator Yussuff:** Mr. Pandes, I want to come back and drill a little bit deeper here. If scaling is the issue and we keep talking about it, what could be more concrete that we could do as a country, recognizing that there's been a continuous failure of us? Because every time we come to scaling, an entrepreneur just sells off the company and gets out of the market and they figure, "I don't need this headache. Someone else can deal with that problem."

Isn't there something better we can do as a nation, given we have large pension funds in this country? We've got bank capital at the same time. Isn't there something more concrete we could recommend that will provide a more stable source of funding in this country to allow companies to scale but also with some incentive to support that? There could be a payback to the nation and also success in terms of job creation and monetizing those creations so that the country continues to benefit into the future.

**Mr. Pandes:** Yes, there has been a lot of talk about pension funds, and that is an interesting question. Part of the challenge with pension funds is they are so large that small investments aren't as attractive to them.

Second, they can invest in Canadian companies and the question is: Why aren't they? They are looking for the best risk-adjusted returns globally, and certainly the Canadian market is open to them for them to invest in. To me, that speaks to maybe there being some underlying issues with our companies and the risk-return rewards that are available there if they are going abroad. I'm a finance professor, and Finance 101 tells us diversification is key.

Having these pension funds doubling down on the Canadian market, if I think about my retirement funds from the Canada Pension Plan, for example, I would be a little concerned if they are all in on the Canadian market. I own real estate in this country and I work in this country, so I'd like some diversified

fourni les données — est très troublant. Si le taux d'échec est bien celui que vous avez donné, nous voulons nous assurer de ne pas suivre la même voie et de ne pas répéter certaines des mêmes erreurs.

Lorsque vous aurez terminé votre examen des données, pourriez-vous nous transmettre vos conclusions? Il serait bien que le comité puisse les inclure dans les témoignages pour éclairer sa recommandation à cet égard. Je vous remercie d'avoir abordé la question, car je pense que vous apportez un éclairage tout à fait différent sur le financement participatif qui, selon certaines personnes, est un bon modèle qu'il conviendrait d'examiner. Cependant, je pense que nous devrions également en connaître les conséquences. Je pense que ce serait vraiment utile.

**Mme Nitani :** Merci. D'accord, je le ferai.

**Le sénateur Yussuff :** Monsieur Pandes, j'aimerais revenir sur ce point et l'approfondir un peu. S'il y a un problème d'expansion et que nous continuons d'en parler, quelle mesure plus concrète pourrions-nous prendre en tant que pays, sachant que nous avons échoué à maintes reprises? Chaque fois qu'une entreprise doit prendre de l'expansion, l'entrepreneur se contente de la vendre et se retire du marché en se disant qu'il n'a pas besoin d'un tel casse-tête, et que quelqu'un d'autre pourra s'occuper du problème.

Ne pourrions-nous pas nous améliorer en tant que nation, étant donné que nous avons de grands fonds de pension au Canada? Nous avons aussi le capital des banques. N'y a-t-il pas un mécanisme plus concret que nous pourrions recommander, qui fournirait une source de financement plus stable au pays pour que les entreprises puissent prendre de l'expansion, mais qu'elles soient aussi incitées à le faire? Il pourrait y avoir des retombées au pays, en plus de créer des emplois et de monétiser ces créations afin que le Canada continue d'en bénéficier à l'avenir.

**M. Pandes :** Oui, on a beaucoup parlé des fonds de pension, et c'est une question intéressante. Une partie du problème est qu'ils sont si grands que les petits investissements ne sont pas aussi attractifs pour eux.

Deuxièmement, puisqu'ils peuvent investir dans des entreprises canadiennes, pourquoi ne le font-ils pas? Ils cherchent les meilleurs rendements du capital ajustés pour le niveau de risque dans le monde, et le marché canadien leur est certainement ouvert. Si les fonds de pension vont à l'étranger, c'est peut-être parce qu'il y a des problèmes sous-jacents avec nos entreprises et les rapports risque-rendement qui s'offrent à eux. Je suis professeur de finances, et le cours de fondements de la finance nous apprend que la diversification est essentielle.

Si ces fonds de pension misaient tout sur le marché canadien, je serais un peu inquiet pour mon fonds de retraite du Régime de pensions du Canada, par exemple, qui serait entièrement investi sur le marché canadien. Je possède des biens immobiliers dans ce pays et j'y travaille. J'aimerais donc avoir une diversification, en

exposure, particularly on the pension side of things. I would argue that most beneficiaries would also need the same thing. I'm not opposed to them being diversified and investing abroad.

Of course, you would want the right mix of illiquid and liquid investments in their portfolio, but I don't see the pension funds as the generator of that. Historically, what we had was a lot more retail participation in the early-stage market. If you look at the TSX Venture Exchange, it is predominantly retail driven and early-stage companies, and in senior markets, there is also big retail participation. But that has been shrinking considerably, and part of it is the reason I mentioned earlier. You don't have banks wanting to promote investment in these areas because the safest thing is for them to recommend passive investments due to the client-focused reforms and the "know your product" and "know your client" rules that we were talking about earlier as well as the fact that they want to promote their own products. A lot of their own products these days are more ETFs and passive funds.

The path to scaling and commercializing, realistically, is the public markets and promoting more growth in that space instead of what we are seeing in recent policy where it is trying to get retail participation expanded in the private market, which is much more opaque and risky and can blow up on investors down the road. If you are a pension fund, you have a very long-term horizon view. The illiquidity is not that big of a deal, but if you are a retail investor, liquidity is a very crucial aspect because you are trying to meet day-to-day needs. I'm not a huge fan of funnelling capital into private markets —

**The Chair:** Thank you. Sorry to interrupt.

**Senator Fridhandler:** I wanted to go back to the exits and people not listening about selling off to entities or investors outside the country. A lot of these start-ups are funded through various government-subsidized programs, whether it's tax relief or grants per se. What are your thoughts about recapture if you're changing control to a non-Canadian shareholder?

**Mr. Pandes:** Is the question around if we are getting government support and then all of a sudden that government support is subsidizing foreign — yes, that would be a bold move, I would say. You're right: In effect, what we are doing is if you're getting government grants, that is a subsidy for foreign jurisdictions if a lot of the money and jobs are going south of the

particulier du côté de la pension. Je dirais que la plupart des bénéficiaires auraient également les mêmes besoins. Je ne m'oppose pas à ce que les fonds de pension soient diversifiés et investissent à l'étranger.

Bien sûr, on voudrait un bon équilibre entre placements non liquides et liquides dans leur portefeuille, mais je ne vois pas les fonds de pension comme les moteurs de cette diversification. Historiquement, on observait une participation beaucoup plus importante des particuliers sur le marché des entreprises en phase de démarrage. Si vous regardez la Bourse de croissance TSX, celle-ci est principalement composée de particuliers et d'entreprises en démarrage, et sur les marchés pour les grandes entreprises, la participation des particuliers reste également importante. Or, celle-ci a considérablement diminué, en partie pour la raison que j'ai mentionnée plus tôt. Les banques ne souhaitent pas promouvoir l'investissement dans ces domaines, car le plus sûr pour elles est de recommander des placements passifs en raison des réformes axées sur le client et des obligations de connaître leurs clients et leurs produits, dont nous avons parlé plus tôt, sans compter qu'elles souhaitent promouvoir leurs propres produits. De nos jours, bon nombre de leurs propres produits sont davantage des fonds négociés en bourse et des fonds passifs.

De façon réaliste, l'expansion et la commercialisation passent par les marchés publics et la promotion d'une plus grande croissance dans ce domaine, plutôt que par ce que l'on observe dans les politiques récentes, qui visent à accroître la participation des particuliers sur le marché privé, lequel est bien plus opaque et risqué et peut se retourner contre les investisseurs à terme. Un fonds de pension a une vision à très long terme. La non-liquidité n'est pas un problème majeur. Or, si vous êtes un investisseur particulier, la liquidité est un aspect crucial, car vous essayez de répondre à des besoins quotidiens. Je ne suis pas un grand partisan de l'injection de capitaux dans les marchés privés...

**Le président :** Je vous remercie. Je suis désolé de vous interrompre.

**Le sénateur Fridhandler :** Je voulais revenir sur la question des sorties de marchés boursiers et du fait que certains font la sourde oreille concernant la vente à des entités ou à des investisseurs étrangers. Bon nombre de ces entreprises en démarrage sont financées par divers programmes subventionnés par le gouvernement, qu'il s'agisse d'allègements fiscaux ou de subventions en tant que telles. Qu'advient-il de la récupération si le contrôle passe à un actionnaire non canadien?

**M. Pandes :** La question porte-t-elle sur le fait que nous recevons un soutien gouvernemental et que, tout à coup, cette aide subventionne des entités étrangères? Oui, je dirais que ce serait une décision audacieuse. Vous avez raison : en effet, lorsque vous recevez des subventions gouvernementales, cela revient à subventionner des juridictions étrangères si une grande

border often. That is a bold move and certainly something to consider and think about.

[*Translation*]

**Senator Henkel:** Thank you. Mr. Pandes and Ms. Nitani, I would like to congratulate you on your exceptional work.

Back home, we talk a lot about innovation. We say that Canada is a country with enormous potential that is also full of technological and other innovations, but that it is often in its infancy and evolving in our universities, for example.

Public funds are heavily invested in partnerships with Canadian companies, but these funds fuel creativity. We pay for these innovations.

What happens is that as soon as innovations are created, they don't become commercialized and, most of the time, large groups, large companies, mostly foreign, come and take these extraordinary innovations.

Could you help us find out if there are any solutions to that? What would be the best solutions to keep our intellectual property here, especially since it was paid for with public funds?

[*English*]

**Mr. Pandes:** That's great insight and a great question, and I think you hit the nail on the head. We also lack relationships between our universities where a lot of intellectual property and innovation are developed and transferring that and commercializing that as well.

Over the last 10 to 15 years, we've actually done some pretty good things. I suspect many of you have heard of the Creative Destruction Lab that started out at the Rotman School of Management and then spread across the country and the globe.

We have a very vibrant Creative Destruction Lab program called CDL-Rockies, and that's a great way of taking ideas that are generated within the university ecosystem, as well as others, and getting investors and mentors to support that to help scale up and commercialize.

Many universities now also have programs and funds that they are developing. At the University of Calgary, we have the UCeed fund, which is targeted toward taking ideas that have been generated from the University of Calgary and funding those start-ups, kind of like it's a venture capitalist. Interestingly, we even have a student fund that invests, which we have developed to invest in those things.

partie de l'argent et des emplois vont souvent au sud de la frontière. C'est une décision audacieuse et certainement une chose qu'il faut prendre en considération.

[*Français*]

**La sénatrice Henkel :** Merci. Monsieur Pandes, madame Nitani, j'aimerais vous féliciter de votre travail exceptionnel.

On parle beaucoup d'innovation chez nous. On dit que le Canada est un pays qui a énormément de potentiel, qui détient aussi des innovations technologiques et autres, mais qui se retrouve d'abord aux balbutiements, souvent, et en évolution dans nos universités, par exemple.

Or, les fonds publics sont investis largement dans les partenariats avec des entreprises canadiennes, mais ces fonds publics nourrissent ces créativité. Ces innovations, on les paie.

Ce qui se produit, c'est qu'à partir du moment où ces innovations sont créées, elles n'arrivent pas à passer à la commercialisation et ce sont la plupart du temps de grands groupes, de grandes entreprises en majorité étrangères qui viennent prendre ces extraordinaires innovations.

Est-ce que vous pourriez nous aider à savoir s'il y a des solutions à cela? Quelles seraient les meilleures solutions pour garder nos propriétés intellectuelles chez nous, d'autant plus qu'elles ont été payées par des fonds publics?

[*Traduction*]

**M. Pandes :** C'est une excellente réflexion et une excellente question, et je pense que vous avez mis le doigt sur le problème. Il nous manque également des liens entre nos universités, où se développent beaucoup de propriété intellectuelle et d'innovation, et qui transfèrent et commercialisent également le tout.

Au cours des 10 à 15 dernières années, nous avons accompli d'assez bonnes choses. Beaucoup d'entre vous ont probablement entendu parler du Creative Destruction Lab, ou Laboratoire de destruction créative. L'initiative a vu le jour à l'École de gestion Rotman, avant de s'étendre à tout le pays et au monde entier.

Nous avons un programme très dynamique du nom de CDL-Rockies. C'est un excellent moyen de récupérer les idées générées au sein de l'écosystème universitaire et ailleurs, et d'amener les investisseurs et les mentors à les soutenir pour favoriser l'expansion et la commercialisation des innovations.

De nombreuses universités développent désormais leurs propres programmes et fonds. À l'Université de Calgary, nous avons le fonds UCeed, qui vise à sélectionner des idées issues du campus et à financer ces entreprises en démarrage, un peu comme le ferait un investisseur en capital risque. Il est intéressant de noter que nous disposons même d'un fonds étudiant dédié à l'investissement, que nous avons mis en place pour investir dans ces projets.

There are little bits and pieces of things happening where we recognize that there should be better partnerships between the private sector and universities. That is one of the key things the U.S. has done very well. You can look at Stanford University and Silicon Valley as well as other great examples of that.

**Senator Henkel:** Could the government do something to protect and keep that intellectual property here?

**Mr. Pandes:** Any way the government can encourage ideas to stay in this country would be great. It ties into the recapture comment earlier as well.

Off the top of my head — I'd have to give it a little bit more thought — that's a great initiative, ensuring that we have a lot of that intellectual property and technology staying within the country, particularly if the taxpayer is paying for university research and education. We want it to stay here. I totally agree.

**The Chair:** On behalf of my colleagues, thank you both for your time and contributions to our study. Your testimony will be taken into consideration by this committee.

[*Translation*]

Thank you, honourable senators. Our next meeting will be on Wednesday, March 25, at 4:15 p.m.

I would like to thank the Senate pages, the interpreters and all the employees who support us in our work.

(The committee adjourned.)

Certaines initiatives nous font prendre conscience qu'il devrait y avoir de meilleurs partenariats entre le secteur privé et les universités. C'est l'un des principaux domaines dans lesquels les États-Unis ont très bien réussi. On peut citer l'Université Stanford et la Silicon Valley, ainsi que d'autres excellents exemples similaires.

**La sénatrice Henkel :** Le gouvernement pourrait-il faire quelque chose pour protéger cette propriété intellectuelle et la conserver ici?

**M. Pandes :** Toute mesure permettant au gouvernement d'encourager le maintien des idées au pays serait formidable. Cela rejoint également la remarque précédente sur la récupération.

À brûle-pourpoint — il faudrait que j'y réfléchisse un peu plus —, c'est une excellente initiative, qui fait en sorte qu'une grande partie de la propriété intellectuelle et de la technologie reste au pays, surtout si le contribuable finance la recherche et l'enseignement universitaires. Nous voulons qu'elle reste ici. Je suis tout à fait d'accord.

**Le président :** Au nom de mes collègues, je vous remercie tous les deux pour votre temps et votre contribution à notre étude. Votre témoignage sera pris en considération par le comité.

[*Français*]

Je vous remercie, honorables sénateurs. Notre prochaine rencontre aura lieu le mercredi 25 mars, à 16 h 15.

Je voudrais remercier les pages du Sénat, les interprètes et tous les employés qui nous soutiennent dans nos travaux.

(La séance est levée.)

---