



**Soutenir l'écosystème d'innovation technologique
afin de créer de la richesse au Québec**

**Représentation de Réseau Capital
auprès du Gouvernement du Québec**

Janvier 2010

Soutenir l'écosystème d'innovation technologique afin de créer de la richesse au Québec

Table des matières

Contexte	3
Mesures recommandées	4
1. Un crédit d'impôt à la commercialisation lié aux résultats	4
2. Un effort pour adapter les politiques d'achat du gouvernement pour faire place aux PME technologiques	4
3. Une implication de l'AMF pour susciter une meilleure couverture des petites capitalisations boursières et faciliter la privatisation de certaines d'entre elles	5
4. Inciter les étudiants à démarrer leur entreprise	6
5. Un appui aux efforts conjugués déployés au Canada pour faire modifier la section 116	6
6. L'utilisation de « bénéfiques industriels et commerciaux » provinciaux et de la Loi sur les brevets pour faciliter la levée de fonds des fonds de capital de risque	7
Tableaux et graphiques	9
Graphique 1 : Évolution du nombre de PAPE d'entreprises financées par du capital de risque au Canada et aux États-Unis (base 100 en 2005)	9
Graphique 2 : Évolution du nombre d'acquisitions d'entreprises financées par du capital de risque au Canada et aux États-Unis (base 100 en 2005)	9
Graphique 3 : Évolution des financements de capital de risque au Québec, dans le reste du Canada et aux États-Unis (base 100 en 2005)	10
Graphiques 4a et 4b : Financements de capital de risque au Québec et dans le reste du Canada par les fonds canadiens et étrangers (millions de dollars)	10
Graphique 5 : Évolution de la levée de fonds par des fonds de capital de risque au Québec, dans le reste du Canada et aux États-Unis (base 100 en 2005)	11
Graphique 6 : Évolution de la taille moyenne des rondes au Québec, dans le reste du Canada et aux États-Unis (milliers de dollars)	11
Annexe 1 : Projet de Vitrine Technologique	12
Annexe 2 : Article de Stephen Hurwitz sur la section 116	13

CONTEXTE

Suite à la crise financière, puis économique, le Québec, même s'il a mieux résisté que d'autres juridictions, fait face à une situation difficile : recul du PIB en 2009, croissance ralentie dans les années à venir, creusement des déficits publics dans un contexte où les marges de manœuvre sont faibles.

L'innovation technologique a été déclarée un axe prioritaire par le gouvernement du Québec. Celle-ci est généralement le fait des entreprises financées par le capital de risque Or ce secteur qui est fortement relié à l'économie américaine tant pour les débouchés que pour les sources de financement (financements par des fonds de capital de risque américains, premiers appels publics à l'épargne, acquisitions), a été frappé de plein fouet par la crise. Si l'on s'en tient aux indicateurs qui affectent directement l'industrie du capital de risque :

- Du côté des sorties : les premiers appels publics à l'épargne (PAPE) d'entreprises financées par le capital de risque se sont taris, tant au Canada qu'aux États-Unis et le nombre d'acquisition a considérablement décliné (graphiques 1 et 2)
- Du côté des financements, le niveau de 2009 est au Québec 35% plus bas que celui de 2007. Le Québec a toutefois mieux résisté que le reste du Canada (-65%), en partie parce que quelques grandes transactions (Public Mobile, Zoom Media) ont ramené des investisseurs étrangers et institutionnels en 2009, mais aussi parce que la structure du capital de risque au Québec (fonds fiscalisés, fonds privés indépendants) a mieux résisté (graphiques 3, 4a et 4b)
- Du côté de la levée de fonds des fonds de capital de risque, en base 100 en 2005, le Québec est passé à 61 en 2007, puis s'est relativement maintenu par la suite, tandis que le reste du Canada poursuivait son retrait pour se situer au niveau 31 en 2009. La résistance du Québec est notamment due à la place particulière qu'y jouent les fonds fiscalisés qui lèvent des fonds pour eux-mêmes et, aux côtés du gouvernement et de la Caisse de dépôt, jouent un rôle dans le financement des fonds privés indépendants. L'étranglement financier de l'industrie dans le reste du Canada affecte toutefois le Québec dans la mesure où il réduit de façon drastique le nombre de coinvestisseurs potentiels (graphique 5).
- La taille des rondes, dont l'insuffisance avait été identifiée comme un des problèmes du capital de risque au Canada et au Québec et qui avait progressé de 2003 à 2007, a fortement décliné depuis 2007, affaiblissant d'autant les entreprises financées par rapport à leurs concurrents américains mieux capitalisés (graphique 6)

Dans ce contexte où les sorties sont repoussées et les coinvestisseurs se font plus rares, l'ensemble de l'écosystème, entrepreneurs, entreprises financées par le capital de risque et fonds de capital de risque, fait face à un fort resserrement des contraintes financières et à de plus grandes difficultés à bâtir des compagnies fortes et profitables qui vont créer de la richesse, des emplois et des revenus pour le gouvernement.

Compte tenu de l'ensemble de ces contraintes, tant pour le gouvernement que pour le secteur technologique et les entreprises, l'objectif que s'est donné Réseau Capital dans ces représentations pour le budget 2010-2011 est de proposer des mesures qui visent à permettre à l'ensemble de l'écosystème de prospérer et de contribuer à créer de la richesse pour le Québec et, à terme, des revenus pour le gouvernement, tout en limitant au maximum l'impact à court terme sur les finances publiques.

MESURES RECOMMANDÉES

Ces mesures sont les suivantes :

1. Un crédit d'impôt à la commercialisation pour les PME, lié aux résultats

Les crédits d'impôt à la R&D ont joué un rôle majeur pour développer la masse critique d'entreprises technologiques au Canada et au Québec. Toutefois, ils finissent par avoir un effet contreproductif (entreprises qui survivent indéfiniment au stade de la R&D) s'ils ne sont pas suivis d'une phase de commercialisation. Or, dans le secteur technologique, la commercialisation et l'accès aux marchés, qui sont pour une grande partie au sud de la frontière, sont une phase difficile et coûteuse, pour laquelle les talents sont rares et qui sont difficilement finançables par les moyens traditionnels.

Afin d'accélérer cette phase, qui est directement reliée à la profitabilité de l'entreprise et à la création de richesse, nous recommandons la création d'un crédit d'impôt à la « commercialisation », sur le modèle des crédits d'impôt à la R&D, c'est-à-dire pour les entreprises éligibles selon des critères similaires et basé sur les salaires, d'un niveau de 60 %, pour la commercialisation de nouveaux produits préalablement identifiés.

Afin d'en limiter les coûts brut et net pour le gouvernement, nous recommandons que ce crédit soit limité à trois ans et directement lié aux résultats, c'est-à-dire à l'accroissement des ventes (et donc des profits et des revenus pour le gouvernement), en le faisant décroître année après année si des objectifs d'accroissement des ventes d'au moins 3 fois le montant du crédit d'impôt ne sont pas atteints.

De façon exploratoire et à titre d'exemple, on pourrait avoir un modèle du type suivant :

Année 1

Crédit d'impôt de 60% sur la masse salariale éligible S1 : $C1=0,6 \times S1$

Année 2

Si l'accroissement des ventes du produit visé (Delta V) a été supérieur à 3C1 : crédit d'impôt de 60% sur la masse salariale éligible S2 : $C2=0,6 \times S2$.

Si $\Delta V < 3C1$, le crédit d'impôt de 60% sur $S2 - (((3C1 - \Delta V) / 3) \times (1/0,6))$ et de 30% sur le reste

Année 3 : même chose avec un taux de 0% si l'objectif n'est pas atteint

De cette façon, le crédit d'impôt sera concentré sur les entreprises performantes à la commercialisation, ce qui se traduira par un moindre coût brut pour le gouvernement et un retour plus rapide, donc un moindre coût net.

2. Un effort pour adapter les politiques d'achat du gouvernement pour faire place aux PME technologiques

Dans la plupart des pays, les gouvernements, dans leurs politiques d'achat d'équipements préfèrent faire affaire avec de grands fournisseurs capables de fournir des solutions complètes et donc couvrant un vaste ensemble de besoins et dont la pérennité semble assurée. De ce fait, les

PME qui proposent des solutions innovantes mais généralement plus pointues se trouvent fréquemment exclues. De plus, la plupart de ces grands ensembliers sont des multinationales américaines, si bien, que dans la plupart des pays à l'extérieur des États-Unis, les politiques d'achat gouvernementales se révèlent doublement défavorables aux PME locales. Enfin, n'arrivant pas à vendre dans leur propre cour, celles-ci ont un mal considérable à faire la preuve de concept commerciale de leur produit.

Ce problème est particulièrement sensible au Québec où les achats du gouvernement sont très centralisés.

C'est pourquoi nous recommandons que le gouvernement regarde la possibilité :

- d'encourager les soumissionnaires à intégrer des solutions issues de PME locales à leurs offres
- d'offrir aux PME technologiques locales qui le méritent et dont les gouvernements sont les clients naturels, la possibilité de développer des pilotes qui leur permettront de faire la preuve de concept de leurs produits et de démontrer leur attrait commercial. On trouvera en annexe 1 une proposition de « vitrine technologique » dont on pourra s'inspirer.

3. Une implication de l'AMF pour susciter une meilleure couverture des petites capitalisations boursières et faciliter la privatisation de certaines d'entre elles

L'industrie canadienne du capital de risque et les entreprises financées par le capital de risque au Canada font face à deux types de problèmes reliés au désintérêt des marchés publics pour les hautes technologies et les petites capitalisations, à savoir :

1. la quasi-fermeture du marché des PAPE, qui rend très difficile l'introduction de nouvelles entreprises sur les marchés publics, tarit pour elles une source de financement et pèse sur les sorties et, par conséquent, les rendements de fonds de capital de risque
2. le grand nombre d'entreprises financées par le capital de risque introduites sur le TSX et devenues « orphelines » au point qu'elles ne peuvent plus guère se financer ni sur les marchés publics, ni sur le marché privé.

La crise des PAPE n'est pas propre au Canada. Elle est largement attribuée à un changement de structure du marché, qui a vu la disparition des courtiers spécialisés, le tarissement de la recherche sur les petites capitalisations, notamment technologiques, et, par voie de conséquence, le retrait des grands investisseurs de ce segment de marché¹.

Le grand nombre de compagnies financées par le capital de risque devenues orphelines sur le TSX relève en partie de la même problématique : le nombre d'analystes spécialisés qui, chez les courtiers québécois et canadiens, couvrent ce type d'entreprises est extrêmement faible. D'après les données du TSX, il existe 217 compagnies québécoises publiques avec une capitalisation inférieure à 100 M\$. Seules 44 d'entre elles sont suivies par des rapports de courtiers à jour, dont seulement 26 sont suivies par plus d'un d'entre eux². Faute de couverture et de courtiers intéressés à couvrir ce marché, un cercle vicieux s'enclenche : faible intérêt des investisseurs, faible intérêt des courtiers, faible profondeur de marché, faible intérêt des investisseurs, etc.

Le nombre de compagnies orphelines a aussi une dimension proprement québécoise et canadienne : nombre de ces entreprises sont devenues publiques avant la crise structurelle que nous connaissons et la meilleure façon de leur donner accès à du financement et de leur permettre de renouer avec la croissance serait de les privatiser. Toutefois, avec la réglementation

¹ Grant Thornton, "Market Structure is causing the IPO Crisis", David Weild and Edward Kim, October 2009

² Voir liste dans le document annexé

actuelle, ce processus est complexe et implique des coûts et des risques disproportionnés par rapport à la valeur et au potentiel d'une grande partie des entreprises qui pourraient être concernées.

Vu sa mission relativement au bon fonctionnement des marchés financiers, Réseau Capital recommande que l'AMF s'implique dans la recherche de solutions par rapport aux problèmes qui précèdent des deux façons suivantes :

1. Mettre en place une mesure pour que les courtiers québécois et canadiens recrutent des analystes qui fourniront une information de qualité aux personnes qui ont investi dans les petites compagnies publiques québécoises. (On pourrait s'inspirer du programme mis en place par la Caisse de dépôt dans les années 80 et 90 pour inciter les courtiers à recruter des analystes financiers basés au Québec).
2. Monter un groupe de travail avec l'industrie (capital de risque, courtiers) pour voir comment on pourrait diminuer les obstacles réglementaires et faciliter la privatisation des entreprises dont la survie et la croissance en dépend.

Par ailleurs, Réseau est conscient que les mesures ci-haut mentionnées ne résoudre entièrement pas les problèmes et entend dans la prochaine année travailler avec ses membres sur d'autres actions visant à recréer un environnement de marché public fonctionnel pour les PME technologiques.

4. Une mesure pour encourager les étudiants à démarrer leur entreprise

Le terreau nécessaire pour transformer l'innovation en entreprises et en richesse collective est l'esprit entrepreneurial. Le succès de pôles technologiques tels que Silicon Valley ou la région de Boston est pour partie dû au niveau de développement remarquable de la fibre entrepreneuriale chez les étudiants des départements de technologie ou d'affaires des universités de ces régions.

Malheureusement, les données les plus récentes tendent à montrer que le Québec qui, il y a 20 ans, était plutôt en avance en termes d'entrepreneuriat, tire maintenant de l'arrière par rapport au reste du Canada qui, lui-même, se fait dépasser au niveau international³.

Des informations anecdotiques⁴ résultant de discussions et de sondages informels auprès d'étudiants diplômés montrent qu'au MIT ou à Stanford la proportion de finissant des facultés d'affaires ou d'ingénierie qui souhaitent démarrer leur entreprise est de l'ordre de 25 à 35 %, très nettement supérieure à ce que l'on trouve dans les universités canadiennes, soit moins de 10%. Corrélativement, alors que le fait de partir une entreprise est fortement appuyé par les professeurs et par les parents des étudiants du MIT ou de Stanford, la tendance est plutôt contraire dans les universités canadiennes.

De même, plusieurs commentaires recueillis par Réseau Capital soulignent que l'esprit d'entreprise semble être déclinant dans les écoles d'ingénierie ou d'affaires du Québec et que ces écoles commencent à s'en inquiéter

Afin de renverser cette tendance, de stimuler l'esprit d'entreprise, d'encourager les étudiants à prendre le risque de démarrer une entreprise, d'envoyer un signal positif aux parents et de faire pression sur les universités pour qu'elles appuient les étudiants dans leur démarche, Réseau Capital recommande que soit mis en place un crédit d'impôt pour les étudiants qui démarrent leur entreprise ou se joignent à une entreprise en démarrage et sont parrainés financièrement par des anges investisseurs, des fonds de capital de risque ou d'autres organismes éligibles tels que les

³ « Le Québec est exclu de la vague mondiale d'entrepreneuriat », Les Affaires, 16 au 26 janvier, p.3

⁴ Source : Austin Hill, Montreal Start-up

incubateurs. De cette façon, on s'assurerait que l'incitatif financier est couplé avec un mécanisme d'encadrement⁵.

Pour les étudiants qui ont contracté des prêts, ce mécanisme pourrait être couplé avec un remboursement différé des prêts.

5. Un appui aux efforts conjugués déployés au Canada pour faire modifier la section 116

Dans le contexte de tarissement de la levée de fonds, notamment dans le reste du Canada, l'Association canadienne de capital de risque a fait des mesures susceptibles de faciliter la levée de fonds sa principale priorité dans son dialogue avec le gouvernement fédéral.

Réseau Capital supporte ces efforts dans la mesure où tout renforcement de l'écosystème canadien du capital de risque bénéficiera aussi au Québec.

Parmi les mesures recommandées, il en est une où le gouvernement du Québec peut jouer un rôle significatif, c'est la modification de la fameuse section 116 du traité fiscal entre le Canada et les États-Unis, qui a pour effet de repousser les investisseurs étrangers tant au niveau des entreprises que des fonds, à un moment où l'écosystème canadien et québécois a tant besoin de ces capitaux. On trouvera en Annexe 2, un article de Stephen Hurwitz qui résume le problème, ses effets négatifs et la solution proposée.

Nos informations sont à l'effet qu'il existe actuellement au sein du gouvernement et de l'administration fédérale un certain momentum pour « régler le problème ». On nous dit également que l'appui des principales provinces, dont le Québec, pour maintenir la pression est extrêmement important. Il s'agit d'une mesure qui ne représente aucun coût et qui pourrait avoir des effets bénéfiques extrêmement importants.

Réseau Capital recommande que le gouvernement du Québec use de toute son influence auprès du gouvernement fédéral pour faire avancer le dossier.

6. L'utilisation de « bénéfiques industriels et commerciaux » provinciaux et de la Loi sur les brevets pour faciliter le financement des PME technologiques

Ottawa travaille également sur la possibilité d'utiliser les « bénéfiques industriels et commerciaux » qui découlent de ses achats, notamment en matière de défense, pour inciter les entreprises qui ont bénéficié de ces contrats à investir dans des fonds de capital de risque canadiens.

Dans le même ordre d'idées, il est également envisagé d'étendre ce type d'incitation aux entreprises pharmaceutiques en rendant admissible l'investissement dans des fonds de capital de risque au titre de dépense en R&D dans le cadre de l'engagement avec le CEPMP (Conseil d'examen des prix des médicaments brevetés)⁶.

Le gouvernement provincial octroie de grands contrats d'équipement dans le domaine de la santé. On pourrait envisager qu'il utilise des mécanismes du type « bénéfiques industriels et commerciaux » au niveau provincial pour inciter les entreprises à investir dans des fonds de capital de risque du Québec.

⁵ Des mesures de ce type sont actuellement à l'étude en Ontario

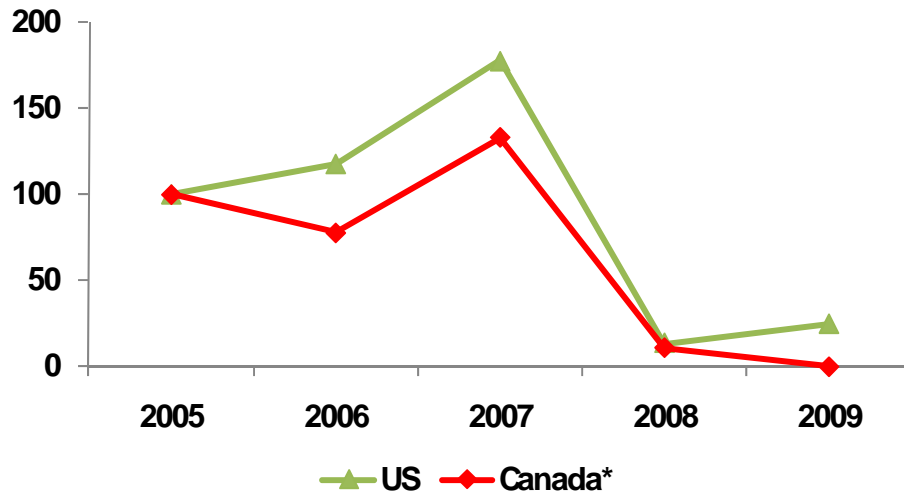
⁶ En contrepartie de l'adoption des modifications apportées en 1987 à la *Loi sur les brevets*, Rx&D (Les Compagnies de recherche pharmaceutique du Canada) s'est engagé publiquement à ce que l'industrie de fabrication de médicaments de marque porte ses dépenses annuelles dans la R-D à 10 % de la valeur de ses ventes, et ce, au plus tard en 1996. Source : site web du CEPMP, <http://www.pmprb-cepmb.gc.ca/francais/View.asp?x=272#21>

Par ailleurs, le Québec est un grand acheteur de médicaments brevetés et un interlocuteur de poids dans les discussions qui entourent l'application de la Loi sur les Brevets. Réseau Capital recommande qu'il appuie le fait de rendre admissible l'investissement par les entreprises pharmaceutiques dans ou avec les fonds de capital de risque au titre d'investissement en R&D dans le cadre de l'engagement avec le CEPMP.

Réseau Capital n'est pas le seul organisme à soutenir ce type de recommandations. Celles-ci concernent au premier chef des organismes tels que BioQuébec ou Montréal-InVivo. C'est pourquoi Réseau Capital recommande que le gouvernement mette en place un groupe de travail qui regroupe les principales personnes concernées pour opérationnaliser ces recommandations.

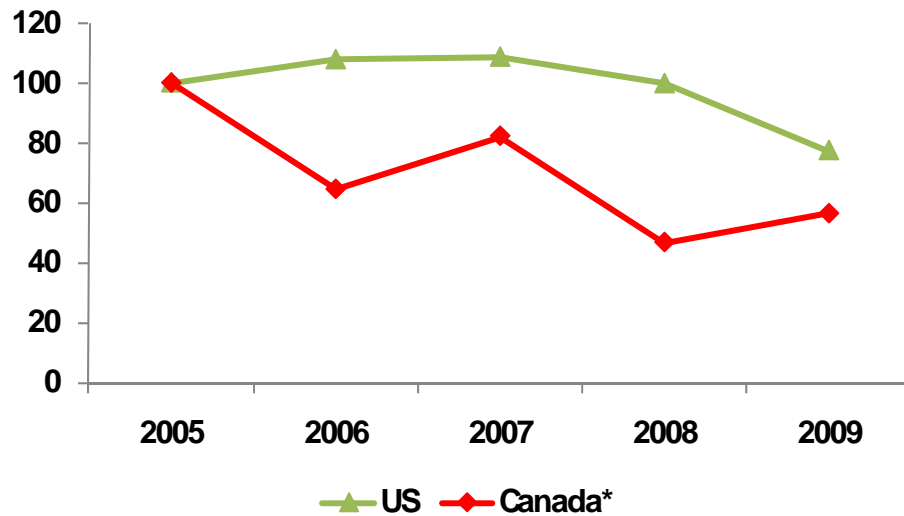
TABLEAUX ET GRAPHIQUES

Graphique 1 : Évolution du nombre de PAPE d'entreprises financées par du capital de risque au Canada et aux États-Unis (base 100 en 2005)



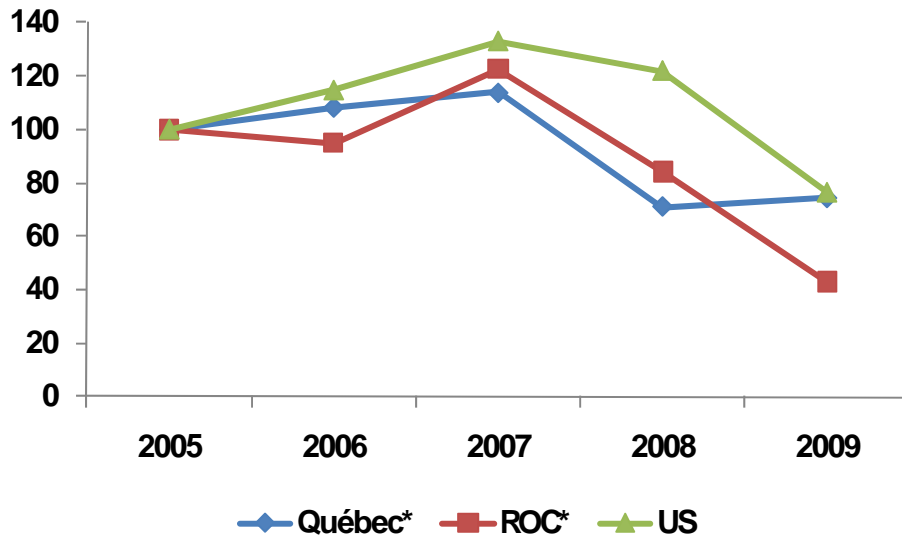
Source : Thomson Reuters
*2009 : basé sur 3 trimestres annualisés

Graphique 2 : Évolution du nombre d'acquisitions d'entreprises financées par du capital de risque au Canada et aux États-Unis (base 100 en 2005)



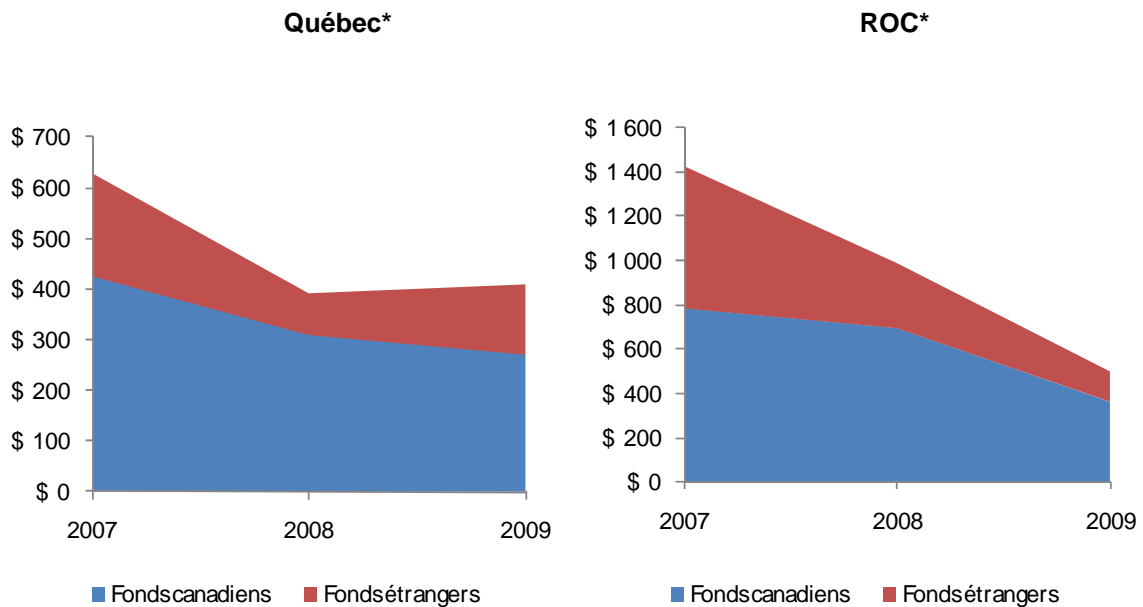
Source : Thomson Reuters
*2009 : basé sur 3 trimestres annualisés

Graphique 3 : Évolution des financements de capital de risque au Québec, dans le reste du Canada et aux États-Unis (base 100 en 2005)



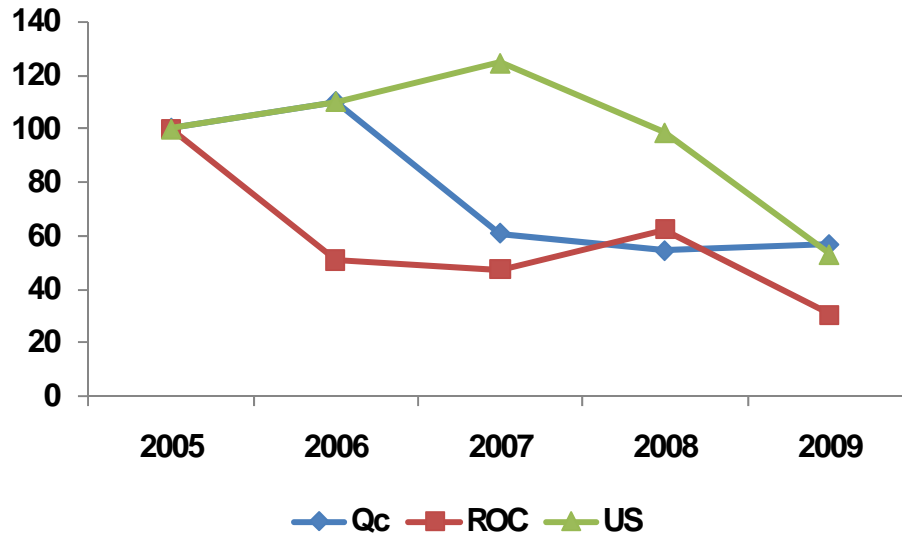
Source : Thomson Reuters
 *2009 : basé sur 3 trimestres annualisés

Graphiques 4a et 4b : Financements de capital de risque au Québec et dans le reste du Canada par les fonds canadiens et étrangers (millions de dollars)



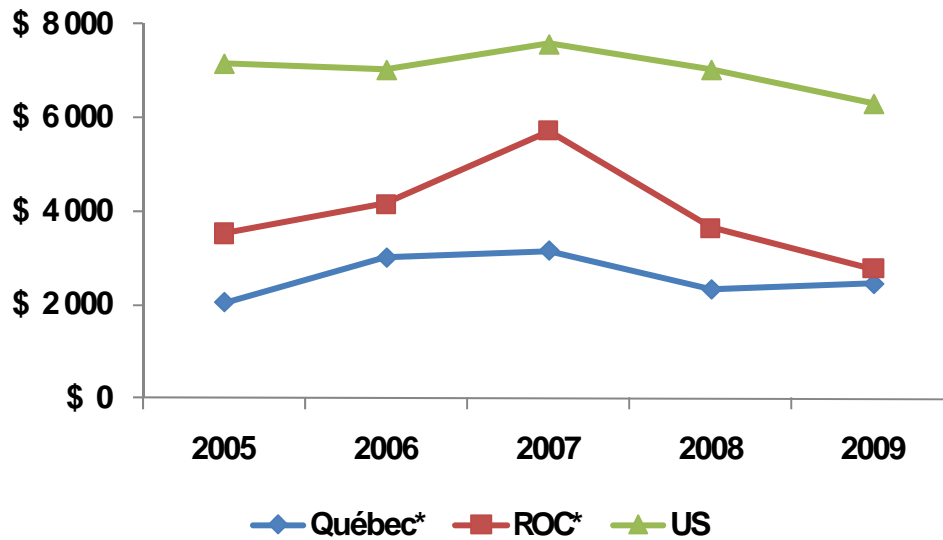
Source : Thomson Reuters
 *2009 : basé sur 3 trimestres annualisés

Graphique 5 : Évolution de la levée de fonds par des fonds de capital de risque au Québec, dans le reste du Canada et aux États-Unis (base 100 en 2005)



Source : Thomson Reuters
 *2009 : basé sur 3 trimestres annualisés

Graphique 6 : Évolution de la taille moyenne des rondes au Québec, dans le reste du Canada et aux États-Unis (milliers de dollars)



Source : Thomson Reuters
 *2009 : basé sur 3 trimestres annualisés
 En milliers de dollars canadiens pour le Canada et de dollars US pour les É-U

ANNEXE 1 : PROJET DE VITRINE TECHNOLOGIQUE

Le problème :

Les PME technologiques ont difficilement accès au marché gouvernemental au Québec. Cela nuit à leur chiffre d'affaires, mais surtout, cela nuit à leur expansion à l'étranger car la première question posée est pourquoi vous n'avez pas de clients dans votre marché local. Lorsque le créneau de marché est large et comprend des entreprises privées, cela est moins grave. Mais la situation est dramatique dans certains secteurs contrôlés par l'État comme la santé.

Ce problème est structurel. Le contrôle des achats au Québec est très centralisé et il est coûteux pour la petite entreprise pour se faire valoir dans des grands appels d'offre et il est risqué pour les acheteurs d'accorder un contrat important à une petite entreprise dont l'avenir n'est pas nécessairement assuré.

Le problème a aussi un corollaire dans la machine gouvernementale en ce sens qu'il bloque les initiatives innovantes qui pourraient être prises à la base par les équipes près des problèmes vécus.

La solution :

Le gouvernement pourrait créer une société autonome, avec un conseil d'administration externe, dont le mandat serait de servir d'agent entre les PME innovantes et les directions générales du gouvernement et de ses organismes pour l'implantation de solutions innovantes pouvant servir de vitrine pour l'ensemble de l'appareil gouvernemental et des organismes associés par la suite.

Les solutions seraient vendues sur une base commerciale et les opérations de l'agence financées par une commission payée par les entreprises. Les acquisitions seraient faites à la base des organisations, à même le budget en capital existant. Afin d'éviter les abus, elles pourraient être limitées en taille et en nombre. Les solutions devraient d'autre part être offertes par des PME dont la taille est inférieure à un seuil raisonnable (ex : moins de 50M\$ d'actifs) et innovantes (ex : plus de 20% du budget en R&D). Certaines de ces limites sont également importantes pour assurer le respect des règles de l'ALENA et l'OMC.

Le choix des solutions se ferait idéalement sur proposition des acheteurs (direction, ministère ou organisme). L'agence pourrait également procéder par appels de proposition si le volume de demandes s'avérait trop faible en quantité ou en qualité. L'agence pourrait également le faire pour privilégier un secteur technologique, en accord avec les politiques de développement du MDEIE (ex : les appareils médicaux, les technologies vertes, etc.)

Le pari que nous faisons est que même si le budget disponible n'est que de l'ordre de 1% du budget total de capitalisation du gouvernement, cela représente beaucoup pour les PME, et que d'autre part, les gestionnaires seront très motivés à utiliser ce mécanisme pour améliorer leur performance.

Le coût pour le gouvernement d'une telle solution est nul, à part un budget de mise en place de l'ordre de 100,000\$ à 500,000\$. L'impact serait par contre majeur : une vente à un client majeur a un impact significatif sur les revenus d'une PME et constitue une rampe de lancement pour elle. Si la solution a du succès, elle introduit une innovation dans l'appareil gouvernemental qui a fait ses preuves et devient donc crédible pour les achats centralisés.

ANNEXE 2 : ARTICLE DE STEPHEN HURWITZ SUR LA SECTION 116

Reforming Section 116

Key to Opening Canadian Borders to Foreign Venture Capital

By: Stephen A. Hurwitz

Canada's venture capital industry is in trouble. That industry is seriously underfunded, while Canada's emerging technology and life sciences companies are so capital-starved they risk being uncompetitive in the North American market. At the same time, much needed and sought after US capital that could richly fund that industry and those companies is being blocked by Canada's cross-border tax laws.

In just how much trouble is Canada's venture world? Given the size of Canada's GDP and population relative to those of the US, Canadian venture capital firms and Canadian venture-backed companies should be receiving approximately 10% of the total funds invested in those entities in the U.S. In fact, in 2008 Canada's venture capital firms received only approximately 4% of all funds invested in US venture capital firms, and Canada's venture-backed companies received only approximately 4.5% of all funds invested in US venture-backed companies. These are devastating shortfalls.

In 2008, venture capital investment in Canadian companies was at its lowest level in twelve years. In the same year, Canadian venture-backed companies raised, on average, \$3.6 million, as compared to \$9.5 million for US venture-backed companies. Yet these undercapitalized Canadian companies must directly compete in the same North American market with these far-better financed US companies. Hobbled by having a fraction of the capital of their direct competitors, many Canadian companies are forced to be sold early in their life cycles long before they obtain industry leadership. These sales are frequently to large US companies, and often at low prices.

The result – Canada is losing much of the benefit of its outlay each year of approximately \$9 billion in direct funding to universities and hospitals for R&D and in indirect funding of Canadian businesses through R&D tax credits. Rather than ultimately benefitting Canada, this extensive R&D funding has become, in effect, a subsidy to US businesses that acquire these promising Canadian companies cheaply, then reap the financial rewards when those companies achieve industry leadership. Worse still from a Canadian perspective, these companies are often then moved in their entirety to the US, resulting in loss of Canadian jobs and Canadian tax revenues. While public concern is sometimes expressed as to the perceived “hollowing out” of Canada with respect to its large resource/infrastructure industries, a very real and persistent “hollowing out” of Canada is occurring through early acquisitions of its most highly promising technology companies representing the future of Canadian innovation.

In addition, fundraising by Canadian venture capital firms in 2008 was at its lowest level in thirteen years. Because Canadian venture capital firms lack funds to finance Canada's emerging technology and life sciences companies in amounts needed for them to become industry leaders in North America and beyond, the investment performance of Canadian venture firms – ten-year horizon returns of 1.7 percent – dramatically lags their US venture capital counterparts' 18.1 percent returns. Because investing in venture firms involves greater risk than investing in the public stock markets, a country's venture industry must achieve returns exceeding those of such markets to compensate for that risk if it is to be sustainable. Canada is failing that test.

This pervasive underfunding at every level is a cause of a dangerous downward-cycle in Canada's venture capital and emerging company worlds. The less funding Canadian venture capital firms receive, the less they have to invest in Canadian emerging companies. The more these emerging companies are underfunded, the less competitive they are. The less they succeed in their marketplace, the worse the resulting performance of the venture capital firms that fund them. The worse the performance of those venture firms, the greater their difficulty in securing their own funding from institutional and other investors. And so this toxic downward cycle goes, continuously reinforcing underperformance for Canadian entrepreneurs and venture capitalists alike.

But, Canada has a giant US neighbor with billions of dollars of institutional money that can contribute to the funding of its venture industry and billions of dollars in venture capital that can help fund its emerging technology companies, not to mention the accompanying human capital in the form of extensive knowledge of the vast US market and broad network of significant US customers, distributors, suppliers and executives. Rather than capitalize on this opportunity and welcome this money, Canada's cross-border laws thwart them at every turn.

How are Canada's cross-border laws thwarting entry of this much needed foreign capital?

The Canada – US tax treaty provides that investors of each country, when investing in the other, will be taxed on investment gain only once – in the investor's home country. For example, a Canadian venture capitalist investing in a private US company will be taxed only in Canada on its gain upon sale, and not in the US. The US strongly encourages Canadian investment in the US by automatically recognizing a Canadian investor's treaty exemption from double taxation – no paperwork – no delay – no withholding – and the Canadian VC is immediately free to take its sale proceeds back to Canada.

In sharp contrast, US venture capital firms investing in Canada face nightmarish red-tape and delays to achieve the same reciprocal treaty benefit in Canada. When selling shares in a private Canadian corporation, they must apply for a "Section 116" clearance certificate to one of 45 Canadian government offices that grant it. An application is required for every investor in a US venture fund, and many funds have dozens or even hundreds of investors. A single stock deal can literally require hundreds of applications and hundreds of signatures. One US venture capital firm in a single transaction had to obtain almost 900 signatures in connection with a Section 116 processing.

Inconsistent practices and procedures in these 45 Canadian offices, wholly unpredictable in their timing and requirements, often lead to protracted waits of up to four or eight months (waits of one to two years are not unheard of) for US venture investors. Further, 25% of the gross sale proceeds must be withheld by the buyer from the outset until the Section 116 clearance certificate is granted and the proceeds then released to the US venture firm. When those withheld proceeds are in stock of a listed public company buyer, the stock value can plummet if during the long wait there is a decline in the public market, which can cost US investors thousands, if not millions, of dollars. To add insult to injury, usually more than 25% of the gross sales proceeds are withheld when in the form of shares to compensate for any potential downturn in the stock price while withheld.

These same US venture investors may also have to deliver copies of their prior US tax returns and must obtain Canadian taxpayer ID numbers and file Canadian income tax returns – even though in virtually every case no Canadian tax is ultimately due as most foreign parties are exempt under the treaty. Worse still, the charters of many US venture firms prohibit them from investing in countries where foreign or past private tax returns must be filed by their investors.

Because of these administrative burdens and economic risks of delay, many US venture investors just say no to investing in Canada. Those that do invest must engage in complex, expensive and time-consuming legal acrobatics to escape the administrative hurdles, such as forming a Luxembourg or Barbados subsidiary (but only after an assessment of its legality under Canada's anti-avoidance tax laws), or doing a convoluted reorganization of the Canadian

investee company into a wholly-owned Canadian subsidiary of a newly-formed Delaware holding corporation. If these reorganizations are not done with the greatest of care, serious consequences can ensue, including the Canadian subsidiaries losing huge amounts in Canadian tax benefits (scientific research and experimental development refundable tax credits) and existing Canadian shareholders losing significant personal tax benefits, as well as labor sponsored and other government subsidized Canadian venture capital firms becoming ineligible investors in these subsidiaries. Further, the legal costs of such a reorganization are high, sometimes exceeding \$400,000, which amount could go a long way to assist in completing a new technology product or a new clinical trial or funding a much needed marketing campaign for a promising Canadian company.

Because most US venture investors choose the Delaware corporation alternative as the lesser of the two evils, a growing number of Canadian technology companies are becoming Delaware corporations. It is ironic that existing Canadian public policy is forcing many of Canada's most promising venture-backed technology and life sciences companies to become Delaware corporations.

The tax clearance process generates virtually no tax revenue for Canada, because almost all US venture firms and their investors are exempt under applicable treaties with Canada from paying Canadian tax. This process intended to assure treaty compliance instead frustrates an important goal the treaty should achieve: furthering cross-border investment.

It should be remembered that these worrisome Canadian cross-border rules apply not only to US VCs investing in Canadian emerging companies, but also to other US private equity groups, as well as to US institutional investors when investing in Canadian venture capital and other private equity firms. Thus, these Canadian cross-border rules starve the entire Canadian venture capital ecosystem of much needed funding.

In short, Canada's cross-border laws needlessly thwart hundreds of millions of dollars in much needed and sought after foreign venture capital from entering Canada. The cost to Canada is the potential loss of untold jobs and millions of dollars in tax revenues that successful investments can create. Canada's predicament will only worsen as other countries – from emerging giant players such as China and India to smaller, competitive jurisdictions such as Ireland and Israel – take increasingly vigorous stands to attract foreign capital.

The federal Canadian government has removed restrictions on investments by a Canadian pension plan in “foreign property” **outside of** Canada that exceeds 30 percent of all its property. To an outside observer, it seems extremely odd that, despite such a move, major tax impediments to the flow of a much larger pool of US institutional and private equity capital **into** Canada remain unaddressed. So there is an anomaly – while there are neither Canadian nor US restrictions on millions of dollars of scarce Canadian institutional and venture money leaving Canada (potentially in vastly growing amounts) and being invested into the US, Canada makes it extremely difficult for much needed US capital to be invested into Canada. In short, Canada has a “post-NAFTA” position as to the unrestricted cross-border flow **out of** Canada of capital vitally needed by its own venture capital industry, while maintaining a “pre-NAFTA” position severely restricting the cross-border flow **into** Canada of capital for its venture capital industry.

Unlike Canada, neither the US nor the UK discourages cross-border investments into their respective countries through any similar tax clearance certificate process. There is, however, a silver lining in this problem – it can be easily fixed. The following solution was presented to the Canadian government for consideration in its 2009 Budget by John Ruffolo, Chair of the Tax Policy Committee of the Canadian Venture Capital & Private Equity Association. I believe his proposal has full support of the venture capital industries in both Canada and the US and would solve the Section 116 problem once and for all:

Canada currently defines taxable Canadian property (TCP) to include shares of a private corporation resident in Canada. At the same time, Canada's tax treaties cede taxes jurisdiction to the country where the non-resident vendor is resident,

provided the shares do not derive their value principally from real property (including resource property and timber property). Based on the large number of tax treaties Canada has concluded, it appears that Canada is prepared to exempt from taxation all gains realized by non-residents, other than gains from the disposition of real property. In light of this treaty policy, we believe that Canada should adopt a broader exemption in its domestic law to exempt gains realized by non-residents other than those arising from the disposition of real property. We see little benefit in providing the exemption only on a bilateral basis. The benefit of a broader exemption is that it would make Canada a more attractive destination for equity investment by non-residents, and in particular, venture capital and private equity funds. A broader exemption would also reduce a significant compliance burden that acts as an impediment to foreign direct investment in Canada. Recently enacted changes regarding the Section 116 clearance certificate process did not address the issue and are unlikely to reduce the number of situations involving arm's length transactions in which clearance certificate are obtained.

We would propose to amend the definition of TCP in subsection 248(1) to exclude the shares of private corporations, except for shares of private corporations whose value is specifically derived from real property, resource property, or timber property situated in Canada.

This proposal would be consistent with how Canada currently taxes most gains realized by non-residents. As stated in 2008 Federal Budget Commentary, "most tax treaties allow Canada to tax capital gains only on Canadian real and resource properties and on shares of companies that derive most of their value from such properties." Under this proposal, non-residents of Canada would not be subject to withholding under Section 116, nor be required to file Canadian tax returns in respect to dispositions of Canadian private corporations, except to the extent the value of the shares was principally derived from Canadian real and resource properties. This alternative would significantly streamline the administrative process for non-resident vendors and lessen the tax barriers to foreign investment in Canada.

This proposal is the only one presented from any source to date that, if adopted, would truly solve the Section 116 problem and over time result in a significant increase in much needed US (and other foreign) capital for Canadian innovation without adverse fiscal effect on Canada. Mr. Ruffolo's proposal was ignored in the federal Canadian 2009 Budget.

The benefits of a healthy venture capital industry for a nation's economy and society that reforming Section 116 would advance are best illustrated by an example. In a recent year, venture capital investment in the US equaled 2/10 of 1% of US GDP, while in the same year revenues from venture capital-backed US companies equaled almost 18% of US GDP. That is a multiple of almost 90.

A recent prominent study further highlights the continuing harm to Canada from failing to reform Section 116. In 2007, the accounting firm of Deloitte did a major international venture study revealing that 40% of US venture capital respondents and 28% of global venture capital respondents cited Canada's unfavorable tax environment as a key reason for not investing in Canadian companies. This concern as to investing in Canada was at a level **five times higher** than for any other country in the survey. This Deloitte report is in the hands of major venture capital firms all over the world, and this adverse finding is likely to further worsen Canada's venture financing predicament.

If Canada's venture capital and emerging company industries remain chronically underfunded, much of Canada's billions of dollars of investment in R&D could be lost and its intellectual capital squandered and future growth imperiled.

Investment money has no nationality and should be borderless. Canada should change its cross-border laws to enable its venture firms and emerging companies to freely access much needed international capital.

Stephen A. Hurwitz is a partner at Choate Hall & Stewart LLP, Boston. He is a member of the Tax Policy Committee of the Canadian Venture Capital & Private Equity Association. His study published by C.D. Howe Institute and co-authored with Louis J. Marett, Financing Canadian Innovation: Why Canada Should End Roadblocks to Foreign Private Equity, is available at www.cdhowe.org. Mr. Hurwitz speaks at many of Canada's major technology, life sciences and venture capital conferences. He is also co-founder and chair of the North American Venture Capital Summit held each year in Quebec City. His telephone number is (617) 248-5088, and his email is hurwitz@choate.com.