First Session
Thirty-ninth Parliament, 2006

SENATE OF CANADA

Proceedings of the Standing Senate Committee on

Banking, Trade and Commerce

Chair:
The Honourable JERAHMIEL S. GRAFSTEIN

Wednesday, November 1, 2006
Thursday, November 2, 2006
Wednesday, November 8, 2006

Issue No. 10

Sixth, seventh and eighth meetings on:

The present state of the domestic and international financial system

WITNESSES:
(*See back cover*)

Première session de la
trente-neuvième législature, 2006

SÉNAT DU CANADA

Délibérations du Comité sénatorial permanent des

Banques et du commerce

Président :
L'honorable JERAHMIEL S. GRAFSTEIN

Le mercredi 1er novembre 2006
Le jeudi 2 novembre 2006
Le mercredi 8 novembre 2006

Fascicule no 10

Sixième, septième et huitième réunions concernant :

La situation actuelle du régime financier canadien et international

TÉMOINS :
(*Voir à l'endos*)

44251-44263-44273

THE STANDING SENATE COMMITTEE ON BANKING, TRADE AND COMMERCE

The Honourable Jerahmiel S. Grafstein, *Chair*

The Honourable W. David Angus, *Deputy Chair*

and

The Honourable Senators:

Biron
Fitzpatrick
Goldstein
Gustafson
Harb
* Hays
(or Fraser)
Hervieux-Payette, P.C.
* LeBreton, P.C.
(or Comeau)
Massicotte
Meighen
Moore
Tkachuk

*Ex officio members

(Quorum 4)

Changes in membership of the committee:

Pursuant to rule 85(4), membership of the committee was amended as follows:

The name of the Honourable Senator Meighen substituted for that of the Honourable Senator Nolin (*October 26, 2006*).

The name of the Honourable Senator Dawson substituted for that of the Honourable Senator Fitzpatrick (*November 2, 2006*).

The name of the Honourable Senator Fitzpatrick substituted for that of the Honourable Senator Dawson (*November 2, 2006*).

The name of the Honourable Senator Gustafson substituted for that of the Honourable Senator Eyton (*November 7, 2006*).

LE COMITÉ SÉNATORIAL PERMANENT DES BANQUES ET DU COMMERCE

Président : L'honorable Jerahmiel S. Grafstein

Vice-président : L'honorable W. David Angus

et

Les honorables sénateurs :

Biron
Eyton
Fitzpatrick
Goldstein
Harb
* Hays
(ou Fraser)
Hervieux-Payette, C.P.
* LeBreton, C.P.
(ou Comeau)
Massicotte
Meighen
Moore
Tkachuk

*Membres d'office

(Quorum 4)

Modifications de la composition du comité :

Conformément à l'article 85(4) du Règlement, la liste des membres du comité est modifiée, ainsi qu'il suit :

Le nom de l'honorable sénateur Meighen est substitué à celui de l'honorable sénateur Nolin (*le 26 octobre 2006*).

Le nom de l'honorable sénateur Dawson est substitué à celui de l'honorable sénateur Fitzpatrick (*le 2 novembre 2006*).

Le nom de l'honorable sénateur Fitzpatrick est substitué à celui de l'honorable sénateur Dawson (*le 2 novembre 2006*).

Le nom de l'honorable sénateur Gustafson est substitué à celui de l'honorable sénateur Eyton (*le 7 novembre 2006*).

Published by the Senate of Canada

Available from: Public Works and Government Services Canada
Publishing and Depository Services, Ottawa, Ontario K1A 0S5

Also available on the Internet: http://www.parl.gc.ca

Publié par le Sénat du Canada

Disponible auprès des: Travaux publics et Services gouvernementaux Canada –
Les Éditions et Services de dépôt, Ottawa (Ontario) K1A 0S5

Aussi disponible sur internet: http://www.parl.gc.ca

MINUTES OF PROCEEDINGS

OTTAWA, Wednesday, November 1, 2006
(20)

[*English*]

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met at 4:05 p.m., this day, in room 9, Victoria Building, the Chair, the Honourable Jerahmiel S. Grafstein, presiding.

Members of the committee present: The Honourable Senators Angus, Goldstein, Grafstein, Harb, Hervieux-Payette, P.C., Massicotte, Meighen, Moore and Tkachuk (9).

In attendance: June Dewetering, Research Officers, Library of Parliament.

Also in attendance: The official reporters of the Senate.

Pursuant to the Order of Reference adopted by the Senate on May 2, 2006, the committee continued its study of the present state of the domestic and international financial system. (*For the complete text of Order of Reference see proceedings of the committee, Issue No. 2.*)

Topic: Study on Hedge funds.

WITNESSES:

Autorité des marchés financiers:

Jean St-Gelais, President and CEO.

Ontario Securities Commission:

David Wilson, Chair.

Department of Finance Canada:

Serge Dupont, Assistant Deputy Minister;

Jeremy Rudin, General Director.

At 4:10 p.m., Mr. Wilson and Mr. St-Gelais each made a statement and answered questions.

At 5:40 p.m., Mr. Dupont made a statement and together, with the other witness, answered questions.

At 6:00 p.m., the committee adjourned to the call of the Chair.

ATTEST:

PROCÈS-VERBAUX

OTTAWA, le mercredi 1er novembre 2006
(20)

[*Traduction*]

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui, à 16 h 5, dans la salle 9 de l'édifice Victoria, sous la présidence de l'honorable Jerahmiel S. Grafstein, (*président*).

Membres du comité présents : Les honorables sénateurs Angus, Goldstein, Grafstein, Harb, Hervieux-Payette, C.P., Massicotte, Meighen, Moore et Tkachuk (9).

Également présente : June Dewetering, attachée de recherche, Bibliothèque du Parlement.

Aussi présents : Les sténographes officiels du Sénat.

Conformément à l'ordre de renvoi adopté par le Sénat le 2 mai 2006, le comité poursuit son examen de la situation actuelle du régime financier canadien et international. (*Le texte complet de l'ordre de renvoi figure au fascicule nº 2 des délibérations du comité.*)

Sujet : Étude concernant les fonds de couverture.

TÉMOINS :

Autorité des marchés financiers :

Jean St-Gelais, président-directeur général.

Commission des valeurs mobilières de l'Ontario :

David Wilson, président.

Ministère des finances Canada :

Serge Dupont, sous-ministre adjoint;

Jeremy Rudin, directeur général.

À 16 h 10, MM. Wilson et St-Gelais font chacun une déclaration puis répondent aux questions.

À 17 h 40, M. Dupont fait une déclaration puis, aidé de l'autre témoin, répond aux questions.

À 18 heures, le comité suspend ses travaux jusqu'à nouvelle convocation de la présidence.

ATTESTÉ :

OTTAWA, Thursday, November 2, 2006
(21)

[*English*]

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met at 10:45 a.m., this day, in room 9, Victoria Building, the Chair, the Honourable Jerahmiel S. Grafstein, presiding.

OTTAWA, le jeudi 2 novembre 2006
(21)

[*Traduction*]

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui, à 10 h 45, dans la salle 9 de l'édifice Victoria, sous la présidence de l'honorable Jerahmiel S. Grafstein, (*président*).

Members of the committee present: The Honourable Senators Angus, Dawson, Goldstein, Grafstein, Harb, Massicotte, Meighen and Tkachuk (8).

In attendance: Sheena Starky, Research Officers, Library of Parliament.

Also in attendance: The official reporters of the Senate.

Pursuant to the Order of Reference adopted by the Senate on May 2, 2006, the committee continued its study of the present state of the domestic and international financial system. (*For the complete text of Order of Reference see proceedings of the committee, Issue No. 2.*)

Topic: Study on hedge funds.

WITNESSES:

Montreal Exchange:

Léon Bitton, Vice-President, Research and Development;

Jacques Tanguay, Vice-President, Regulatory Division.

Front Street Capital:

Gary P. Selke, President.

At 10:55 p.m., Mr. Bitton and Mr. Tanguay each made a statement and answered questions.

At 12:15 p.m., Mr. Selke made a statement and answered questions.

At 12:45 p.m., the Honourable Senator Goldstein took the Chair.

At 1:15 p.m., the committee adjourned to the call of the Chair.

ATTEST:

Membres du comité présents : Les honorables sénateurs Angus, Dawson, Goldstein, Grafstein, Harb, Massicotte, Meighen et Tkachuk (8).

Aussi présente : Sheena Starky, attachée de recherche, Bibliothèque du Parlement.

Également présents : Les sténographes officiels du Sénat.

Conformément à l'ordre de renvoi adopté par le Sénat le 2 mai 2006, le comité poursuit son étude sur la situation actuelle du régime financier canadien et international. (*Le texte complet de l'ordre de renvoi figure au fascicule n° 2 des délibérations du comité*).

Sujet : Étude concernant les fonds de couverture.

TÉMOINS :

Bourse de Montréal :

Léon Bitton, vice-président, Recherche et développement;

Jacques Tanguay, vice-président, Division de la réglementation.

Front Street Capital :

Gary P. Selke, président.

À 10 h 55, MM. Bitton et Tanguay font chacun une déclaration puis répondent aux questions.

À 12 h 15, M. Selke fait une déclaration puis répond aux questions.

À 12 h 45, l'honorable sénateur Goldstein occupe le fauteuil.

À 13 h 15, le comité suspend ses travaux jusqu'à nouvelle convocation de la présidence.

ATTESTÉ :

OTTAWA, Wednesday, November 8, 2006
(22)

[*English*]

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met at 4:10 p.m., this day, in room 9, Victoria Building, the Chair, the Honourable Jerahmiel S. Grafstein, presiding.

Members of the committee present: The Honourable Senators Angus, Biron, Goldstein, Grafstein, Gustafson, Harb, Hervieux-Payette, P.C., Massicotte and Moore (9).

In attendance: June Dewetering, Research Officer, Library of Parliament.

Also in attendance: The official reporters of the Senate.

Pursuant to the Order of Reference adopted by the Senate on May 2, 2006, the committee continued its study of the present state of the domestic and international financial system. (*For the complete text of Order of Reference see proceedings of the committee, Issue No. 2.*)

OTTAWA, le mercredi 8 novembre 2006
(22)

[*Traduction*]

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui, à 16 h 10, dans la salle 9 de l'édifice Victoria, sous la présidence de l'honorable Jeremiel S. Grafstein, (*président*).

Membres du comité présents : Les honorables sénateurs Angus, Biron, Goldstein, Grafstein, Gustafson, Harb, Hervieux-Payette, C.P., Massicotte et Moore (9).

Aussi présente : June Dewetering, attachée de recherche, Bibliothèque du Parlement.

Également présents : Les sténographes du Sénat.

Conformément à l'ordre de renvoi adopté par le Sénat le 2 mai 2006, le comité poursuit son examen de la situation actuelle du régime financier canadien et international. (*Le texte complet de l'ordre de renvoi figure au fascicule n° 2 des délibérations du comité.*)

Topic: Study on Hedge funds.

WITNESSES:

BluMont Capital:

Stephen J. Kangas, President.

Hillsdale Investment Management Inc.:

Christopher Guthrie, President;

Arun Kaul, Chief Operating Officer.

Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada:

Colleen Moorehead, President and CEO, Nexient Learning Inc. and Representative of the Task Force.

At 4:10 p.m., Mr. Guthrie, Mr. Kaul and Mr. Kangas each made a statement and answered questions.

At 5:34 p.m., Ms. Moorehead made a statement and answered questions.

At 6:05 p.m., the committee adjourned to the call of the Chair.

ATTEST:

Sujet : Étude concernant les fonds de couverture.

TÉMOINS :

BluMont Capital :

Stephen J. Kangas, président.

Hillsdale Investment Management Inc. :

Christopher Guthrie, président;

Arun Kaul, chef des opérations.

Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada :

Colleen Moorehead, présidente-directrice générale, Nexient Learning Inc. et représentante du Groupe de travail.

À 16 h 10, MM. Guthrie, Kaul et Kangas font chacun une déclaration puis répondent aux questions.

À 17 h 34, Mme Moorehead fait une déclaration puis répond aux questions.

À 18 h 5, le comité suspend ses travaux jusqu'à nouvelle convocation de la présidence.

ATTESTÉ :

La greffière du comité,

Line Gravel

Clerk of the Committee

EVIDENCE

OTTAWA, Wednesday, November 1, 2006

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met this day at 4:05 p.m. to examine and report upon the present state of the domestic and international financial system (study on hedge funds).

Senator Jerahmiel S. Grafstein (*Chairman*) in the chair.

[*English*]

The Chairman: Ladies and gentlemen, welcome to the Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce. This committee is one of the oldest committees in Parliament. We are delighted to welcome witnesses to a study we are undertaking about hedge funds in Canada, North America and around the world.

This committee was established right after Confederation, and its terms of reference were to deal with banking, trade and commerce. It is the only committee, by its terms of reference, with a responsibility for at least looking at questions that affect the economy as a whole. For the last several years, our committee has been looking at key issues that affect the economy as a whole, not only the financial sector but things that affect productivity, efficiency and the workings of our national economy.

We decided to focus on those issues where we think there is either a lack of knowledge or a lack of information to ourselves and to the public. After a number of discussions, we decided to focus this hearing on hedge funds, which we think are in the trillions of dollars. We do not even know the scope of hedge funds globally. Given the size and scope of our relationship with the United States and the integrated nature of our economies and the priority we have to give to financial global stability, it is imperative that Canadian policy-makers understand what is happening to hedge funds in Canada, the United States and, we hope, around the globe.

During our discussions several weeks ago with U.S. regulators and representatives of the financial services industry in New York, hedge funds emerged as a key issue. We thought we would look at this as quickly as possible, particularly in light of a number of high-profile hedge fund failures and the increasing number of investors, banks, pension funds and mutual funds, both sophisticated and retailers, who are now investing in this rather unique financial vehicle.

TÉMOIGNAGES

OTTAWA, le mercredi 1er novembre 2006

Le Comité sénatorial des banques et du commerce se réunit aujourd'hui à 16 h 5 pour examiner, afin d'en faire rapport, la situation actuelle du régime financier canadien et international (étude sur les fonds de couverture).

Le sénateur Jerahmiel S. Grafstein (*président*) occupe le fauteuil.

[*Traduction*]

Le président : Mesdames et messieurs, bienvenue à cette séance du Comité sénatorial permanent des banques et du commerce qui est l'un des plus anciens comités parlementaires. Nous sommes heureux d'accueillir nos témoins dans le cadre de notre étude sur les fonds de couverture au Canada, en Amérique du Nord et dans le reste du monde.

Notre comité a été créé au lendemain de la Confédération avec pour mandat de se pencher sur les questions concernant les banques et le commerce. C'est le seul comité qui, en vertu de ce mandat, est chargé d'examiner tout ce qui peut avoir une incidence sur notre économie. Depuis plusieurs années, nous nous penchons donc sur les grandes questions qui touchent notre économie en général, pas uniquement dans le secteur financier, mais bien dans toutes les dimensions qui sont susceptibles d'avoir un effet sur la productivité, l'efficacité et le fonctionnement de notre économie nationale.

Nous avons décidé d'étudier des questions pour lesquelles soit nous-mêmes, soit la population manquons de connaissances et d'informations. Après discussions, nous avons décidé de faire porter cette séance sur les fonds de couverture qui, selon certaines évaluations, se chiffrent en milliards de dollars. En fait, on ne connaît même pas leur valeur exacte à l'échelle internationale. Étant donné l'ampleur et la nature de nos liens commerciaux avec les États-Unis et le caractère intégré de nos deux économies, de même que la priorité qu'il faut accorder à la stabilité des marchés financiers mondiaux, nous nous sommes dits qu'il était impératif que les décideurs canadiens comprennent ce qui se passe du côté des fonds de couverture au Canada et aux États-Unis et, nous l'espérons, dans le monde.

Les fonds de couverture sont d'ailleurs ressortis comme un enjeu de fonds lors des entretiens que nous avons eu avec les autorités de réglementation américaines et des représentants de l'industrie des services financiers à New York, il y a quelques semaines. Nous nous sommes dit que nous devions examiner cette question le plus rapidement possible, surtout après les faillites retentissantes de firmes de placement spéculatif et le nombre croissant d'investisseurs — petits épargnants tout comme investisseurs avertis — de banques, de fonds de pension et de fonds communs de placement qui investissent aujourd'hui dans ce véhicule financier pour le moins particulier.

In June of 2004, based on the numbers we were given, we estimated that the Canadian hedge funds were at $26 billion. We hope to update that number during this hearing. In North America, we know it is in the trillions.

We heard from hedge funds during our recent study on consumer issues in the financial sector, and we recommended in our report some time ago that an eminent person should be appointed by the government to review the regulatory oversight, if any, of these funds. That was not done, so we decided to return to this question.

A key caution remains for us regarding the extent to which and the methods by which these new financial products should be regulated or supervised in order to provide consumers and domestic financial markets some confidence. This committee is open-minded on the question of regulation. We want to know more about the nature, scope and risk to investors in the economy. We were encouraged to do this study by the Governor of the Bank of Canada last week, which accelerated our hearing.

I should say to our listening audience that this is being watched from coast to coast to coast and on the Internet. We ask our Canadian viewers to please give us their views. We are interested not only in the views of the witnesses but also in the views of the Canadian public who are watching these hearings.

We are delighted to welcome our first two witnesses, Mr. Jean St-Gelais, president and CEO of the Autorité des marchés financiers, and an old friend of mine, Mr. David Wilson, the recently appointed chair of the Ontario Securities Commission.

David Wilson, Chair, Ontario Securities Commission: If it is all right with you, we will jointly make some opening remarks. I will begin and Mr. St-Gelais will chime in. I will finish and then be delighted to answer questions. We are pleased to be appearing before this committee.

Your interest in hedge funds is especially timely given the growth of this new product in both the Canadian and the global market places. In our opinion, the hedge fund industry in Canada has an appropriate oversight framework, but that does not mean that we cannot and will not do more to ensure that investors are appropriately protected.

Our remarks will be divided into three areas: First, I will describe the general framework for the regulatory regime for hedge funds; second, Mr. St-Gelais will look at the current hedge fund landscape in Canada; and, third, we will outline recent regulatory initiatives involving the hedge fund product. After that, we will be more than happy to answer your

D'après les chiffres qui nous ont été communiqués, en juin 2004, on estimait que les fonds de couverture canadiens représentaient 26 milliards de dollars. Nous espérons d'ailleurs pouvoir actualiser cette donnée à l'occasion de la présente séance. En Amérique du Nord, nous savons que les fonds de couverture représentent des billions de dollars.

Lors de notre récente étude sur les questions concernant les consommateurs dans le secteur financier, il a été question des fonds de couverture et, dans le rapport que nous avons produit il y a quelque temps déjà, nous recommandions au gouvernement de charger un éminent Canadien d'examiner la fonction de surveillance réglementaire de ces fonds, si toutefois il en existe une. Comme cela n'a pas été fait, nous avons décidé de rouvrir ce dossier.

Nous voulons, par-dessus tout, déterminer dans quelle mesure il convient de réglementer ou de surveiller ces nouveaux produits financiers afin de redonner une certaine confiance aux consommateurs et au marché financier canadien, et voir quelle méthode il conviendrait d'adopter pour cela. Le comité n'a pas d'idée préconçue sur la question de la réglementation. Nous voulons en savoir davantage sur la nature et la portée des risques que courent les investisseurs. Encouragés, la semaine dernière, par le gouverneur de la Banque du Canada, nous avons décidé d'accélérer notre étude.

Je dois préciser que nous sommes retransmis sur le Web à travers le Canada. Nous invitons les Canadiens qui nous regardent à nous faire part de leurs points de vue, parce que nous voulons recueillir non seulement celui des témoins, mais aussi celui de notre auditoire.

Nous sommes très heureux d'accueillir nos deux premiers témoins, Jean St-Gelais, président et PDG de l'Autorité des marchés financiers ainsi qu'un vieil ami à moi, David Wilson, qui a récemment été nommé à la tête de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario.

David Wilson, président, Commission des valeurs mobilières de l'Ontario : Si vous n'y voyez pas d'inconvénient, nous nous partagerons les remarques liminaires. Je vais ouvrir le ban, M. St-Gelais prendra le relais et je conclurai. Nous nous tiendrons alors prêts à répondre à vos questions. Nous sommes très heureux de comparaître devant votre comité.

L'intérêt que vous portez aux fonds de couverture tombe à point nommé étant donné la progression très marquée de ce nouveau produit sur les marchés canadiens et internationaux. Nous estimons qu'il existe un cadre de surveillance approprié pour l'industrie des fonds de couverture au Canada, ce qui ne veut pas dire que nous ne pouvons pas et n'allons pas faire davantage pour nous assurer que les investisseurs soient bien protégés.

Nous nous proposons de vous entretenir de trois grandes questions. Je commencerai par vous décrire le cadre général dans lequel se situe le régime de réglementation des fonds de couverture et M. St-Gelais vous dressera ensuite un portrait de la situation actuelle des fonds de couverture au Canada. Enfin, nous vous décrirons les toutes dernières initiatives en matière de

questions. If we are unable to answer your questions fully today, we will undertake to provide you with detailed answers in short order.

The first area is a regulatory framework for hedge funds in Canada and the U.S. Hedge funds are investment pools using various strategies to generate absolute positive returns for investors in all market conditions. Traditionally, hedge funds have attracted assets from institutional investors and wealthy, sophisticated individual investors. Canada does have a regulatory framework applying to hedge funds.

In Canada, hedge fund portfolio managers must be registered with securities regulators. The people and the firms who actively management hedge fund portfolios are all registered as portfolio managers with Canadian securities regulators. In addition, the people who distribute the hedge fund securities must also be registered with securities regulators. Hedge fund portfolio managers must follow the requirements governing registered portfolio managers. These include requirements related to proficiency, suitability, compliance and disclosure.

This registration requirement has existed in Canada for decades. This oversight system is supported by a compliance regime that checks compliance with securities laws and rules and by an enforcement regime that deals with breaches of securities laws and rules.

Senator Grafstein mentioned that the senators were recently in New York and had discussions about the U.S. hedge fund market. As you know, there is an important difference between the Canadian and American regulatory regimes. In the U.S., hedge fund portfolio managers are not required to register with the U.S. Securities and Exchange Commission, SEC. There is a safe harbour exemption that virtually all hedge fund portfolio managers use in the U.S. to avoid registration. The SEC recently tried to introduce a requirement for registration of hedge fund portfolio managers, but this proposed rule was overturned in the U.S. courts.

Hedge fund portfolio managers in Canada must be registered with regulators. The umbrella group of Canada's 13 provincial and territorial securities regulators, the Canadian Securities Administrators, CSA, is considering a change that would further distinguish our regulatory framework from the U.S. regime.

réglementation pour les fonds de couverture. Après cela, nous serons très heureux de répondre à vos éventuelles questions. Si nous ne parvenons pas à répondre entièrement à toutes vos questions aujourd'hui, nous nous ferons un devoir de vous faire parvenir très rapidement des réponses par écrit.

Commençons donc par le cadre réglementaire pour les fonds de couverture au Canada et aux États-Unis. Les fonds de couverture sont en fait des consortiums d'investissement qui recourent à diverses stratégies afin d'obtenir des rendements très élevés pour les investisseurs, que le marché soit haussier ou baissier. Habituellement, ces fonds attirent surtout des investisseurs institutionnels et des épargnants bien nantis et avertis. Il n'existe pas, au Canada, de cadre réglementaire pour les fonds de couverture.

Cependant, les gérants de portefeuille doivent être enregistrés auprès des organismes de réglementation des valeurs mobilières. Toutes les personnes morales et physiques qui gèrent des portefeuilles de fonds de couverture sont enregistrées en qualité de gérants de portefeuille auprès des organismes de réglementation. De plus, ceux qui distribuent des titres de fonds de couverture doivent aussi être enregistrés auprès des mêmes organismes de réglementation. Les gérants de portefeuille de fonds de couverture doivent se conformer aux exigences s'adressant aux gestionnaires de portefeuille : compétence, pertinence des produits en fonction de la clientèle, respect des normes et divulgation.

La divulgation obligatoire existe au Canada depuis des décennies. Ce régime de surveillance est prolongé par un régime de conformité, qui consiste à vérifier le respect des lois et des règlements sur les valeurs, de même que par un régime d'application qui s'enclenche en cas d'infraction aux lois et règlements sur les valeurs.

En introduction, le sénateur Grafstein a précisé que des sénateurs ont récemment eu des entretiens à New York au sujet du marché américain des fonds de couverture. Comme vous le savez, il existe une différence marquée entre les régimes réglementaires canadiens et américains. Aux États-Unis, les gérants de portefeuille de fonds de couverture ne sont pas tenus de s'enregistrer auprès de la Securities and Exchange Commission, la SEC, puisque dans ce pays, presque tous les portefeuillistes ont recours à une exonération, dite « règle refuge », leur permettant de ne pas s'inscrire auprès de la SEC. Celle-ci a récemment tenté d'imposer l'enregistrement obligatoire aux gérants de portefeuille de fonds de couverture, mais cette proposition a été renversée par les tribunaux américains.

Au Canada, les gérants de portefeuille de fonds de couverture doivent être enregistrés auprès des organismes de réglementation. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ou ACVM — regroupant les 13 organismes provinciaux et territoriaux de réglementation des marchés — envisagent de modifier notre cadre réglementaire, ce qui aurait pour résultat de le différencier encore plus du régime américain.

In early 2007, the Canadian Securities Administrators, which is the oversight body for all the 13 regulators in Canada, will propose a requirement for all hedge fund administrators, often called managers, to register in addition to the existing registration requirement for portfolio managers of hedge funds.

Hedge fund administrators manage the day-to-day operations of hedge funds, including valuations, marketing plans, investor relations, and so on. This new proposal by the Canadian Securities Administrators to register administrators will be subject to the usual public consultation process. I believe such a registration requirement for hedge fund administrators makes a great deal of sense, and we intend to move forward with it early next year.

Let me now turn to the current hedge fund landscape in Canada. What distinguishes hedge funds from other pool investment vehicles is that they are comparatively sophisticated investment strategies. Unlike mutual funds, they can use certain trading strategies, leverage and instruments, including derivatives, to capitalize on market inefficiencies.

Over the past decade, hedge funds under management have grown significantly. Globally, the industry now manages more than U.S. $1 trillion. Canada's market represents 2 per cent of the global hedge fund market, about $27 billion based on the latest numbers that we have. Of that $27 billion, approximately $11 billion is invested by Canadian pension funds.

The Chairman: I do not mean to interrupt, but we have a factual problem. In the United States, we believe the North American number was somewhere between $1.5 trillion and $2 trillion. We are not sure whether that included global or just North American investment. We believe it was just North American. Those numbers were from 2005 or 2006. When you give us your numbers, tell us the date you have to ensure we were not under counting.

Mr. Wilson: These numbers are from the end of 2004. They are still a bit out of date. New numbers will be coming in soon for Canada.

The Chairman: When do you expect those new numbers?

Mr. Wilson: Very soon.

The Chairman: This year?

Mr. Wilson: Yes.

Senator Angus: From where do you get the numbers?

Mr. Wilson: Investor Economics is the source.

The Chairman: We will ask them to come to see if we can get the source of that information. It is important for us to understand the scope of the matter.

Senator Moore: Are all numbers here in U.S. dollars?

Au début 2007, en effet, l'ACVM — qui se charge de la surveillance au nom des 13 organismes de réglementation canadiens — proposera que l'on impose l'enregistrement aux administrateurs de fonds de couverture à l'instar de ce qui se fait pour les gérants de portefeuille de fonds de couverture.

Les administrateurs de fonds de couverture sont chargés des opérations courantes, comme la valorisation des fonds, les plans de commercialisation et les relations avec les investisseurs. La proposition d'ACVM d'imposer l'enregistrement à cette catégorie de portefeuilliste sera soumise au processus habituel de consultation publique. Nous estimons que cette obligation est très logique et nous avons l'intention d'agir en ce sens dès le début de l'année prochaine.

Passons à présent à la situation actuelle des fonds de couverture au Canada. Ceux-ci se distinguent des autres véhicules de placement commun en ce sens qu'ils font appel à des stratégies d'investissement comparativement plus pointues. Contrairement aux fonds communs de placement, les fonds de couverture s'appuient sur des stratégies boursières différentes et des instruments à fort levier financier, comme les produits dérivés, pour miser sur les inefficacités du marché.

Au cours des 10 dernières années, le nombre de fonds de couverture gérés s'est considérablement accru. Le marché mondial des fonds de couverture se chiffre maintenant à plus de 1 billion de dollars américains. Le marché canadien, quant à lui, représente 2,2 p. 100 du marché international, soit quelque 27 milliards de dollars, d'après les derniers chiffres dont nous disposons. Sur cette somme, près de 11 milliards ont été investis par des fonds de pension canadiens.

Le président : Je répugne à vous interrompre, mais nous avons un problème de chiffres. Aux États-Unis, on nous a dit que le marché nord-américain représente entre 1,5 et 2 billions de dollars. Nous pensons qu'il s'agit de la valeur du marché nord-américain, mais il peut aussi s'agir du marché mondial. Ces chiffres nous ont été donnés pour 2005 ou 2006. Quand vous nous citez des chiffres, pourriez-vous nous indiquer la date à laquelle ils correspondent pour que nous ne sous-estimions pas ce marché.

M. Wilson : Mes chiffres datent de fin 2004. Ils sont un peu dépassés, mais nous en obtiendrons très prochainement de nouveaux.

Le président : Quand les attendez-vous?

M. Wilson : Très bientôt.

Le président : Cette année?

M. Wilson : Oui.

Le sénateur Angus : Et d'où les obtiendrez-vous?

M. Wilson : De Investor Economics.

Le président : Eh bien, nous inviterons cette firme de venir nous rencontrer pour aller à la source de cette information. Il est important que nous appréhendions parfaitement l'envergure de ce marché.

Le sénateur Moore : Est-ce que tous les chiffres qui apparaissent ici sont en dollars américains?

Mr. Wilson: Yes, these are U.S. dollars.

Senator Goldstein: Canadian?

Mr. Wilson: The figure of $27 billion is the estimated amount invested in Canada in hedge funds. I believe that is U.S. dollars.

Senator Goldstein: Our information is that it was Canadian dollars; $26.6 billion.

The Chairman: We are trying to clarify the numbers. It would be appreciated if you could help our staff so that we can understand the scope of what you are talking about.

Mr. Wilson: After today's meeting, we will give your staff our staff's best estimate of what the numbers are and when the updated numbers will be coming out.

The Chairman: Yes, and the source.

Mr. Wilson: We will give you the original source, the most up-to-date numbers we have, and when the new updates are coming.

Of the $27 billion — and let us assume that that is the right number for Canadian hedge fund investment — approximately $11 billion is invested by Canadian pension fund investors; a small amount, about $1.6 billion, is invested by foreign clients of Canadian hedge fund managers; and $14 billion of the $27 billion is invested by individual Canadians, either of high net worth or retail investors. Over half of the $14 billion invested by individual Canadians was invested through hedge fund-linked PPNs or principal protected notes. I will speak about that in more detail later. The Canadian market is growing at about 30 per cent plus per annum.

Jean St-Gelais, President and Chief Executive Officer, Autorité des marchés financiers: As the industry expanded, more and more hedge fund-like products were sold to retail investors. One concern we have is that retail investors and some of the registered financial advisers may not fully understand hedge funds and their risks.

Senators, I am sure you have read media coverage about the hedge fund companies, for example, Portus and Norshield. I am sure you will understand that what I say about Portus and Norshield is limited to material already in the public domain.

The investigations of the collapse of Portus and Norshield involve allegations of fraud. A recent report of the review by the task force headed by Tom Allen to modernize the securities legislation in Canada found that in both funds, investors' monies were not invested as indicated in offering documents. It has been alleged that investor funds were used improperly.

M. Wilson : Oui.

Le sénateur Goldstein : Et pour les Canadiens?

M. Wilson : Le chiffre de 27 milliards de dollars est une estimation de ce qui aurait été investi dans les fonds de couverture au Canada et je crois qu'il s'agit de dollars américains.

Le sénateur Goldstein : Nous, on nous a dit qu'il s'agissait de 26,6 milliards de dollars canadiens.

Le président : Nous essayons de tirer tous ces chiffres au clair. Nous apprécierions beaucoup que vous puissiez aider notre personnel à mieux cerner ce dont vous parlez.

M. Wilson : Après la réunion, je transmettrai à votre personnel les estimations les plus récentes établies par notre service, puis je lui communiquerai des mises à jour au fur et à mesure.

Le président : C'est cela, et vous en préciserez la source.

M. Wilson : Nous vous indiquerons la source et vous communiquerons les tout derniers chiffres dont nous disposons que nous actualiserons par la suite.

Sur ces 27 milliards de dollars — et supposons pour un instant que ce soit le bon chiffre pour les fonds de couverture canadiens — près de 11 milliards ont été investis par des fonds de pension canadiens; un peu moins, soit 1,6 milliard de dollars, par des clients étrangers de gérants de fonds de couverture canadiens et 14 milliards par des particuliers canadiens, que ce soit des investisseurs à actif net élevé ou des épargnants. Près de la moitié des 14 milliards de dollars investis par des particuliers canadiens l'ont été par le truchement de billets à capital protégé dont le rendement dépend de la performance d'un fonds de couverture sous-jacent. Je reviendrai là-dessus un peu plus tard. Le marché canadien progresse à raison de 30 p. 100 par an ou moins.

Jean St-Gelais, président-directeur général, Autorité des marchés financiers : À la faveur de l'expansion de ce secteur, de plus en plus de produits de type fonds de couverture ont été vendus à des épargnants. Nous craignons que ces épargnants et même certains conseillers financiers enregistrés ne comprennent pas vraiment le fonctionnement des fonds de couverture ni les risques qu'ils représentent.

Mesdames et messieurs les sénateurs, vous avez sans doute lu la presse au sujet des faillites de firmes spécialisées dans les fonds de couverture, comme Portus et Norshield. Vous comprendrez, j'en suis sûr, que tout ce que je vais dire au sujet de Portus et de Norshield est fondé sur des renseignements qui sont du domaine public.

Les enquêtes menées au sujet de ces deux faillites portent sur des allégations de fraude. Un rapport récent, produit dans le cadre de l'examen auquel se livre le groupe de travail dirigé par Tom Allen — chargé de la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada — nous apprend que, pour ces deux fonds, les épargnes des investisseurs n'ont pas été placées de la façon indiquée dans les notices d'offre. Il est donc allégué que les fonds des investisseurs ont été improprement utilisés.

The Canadian Securities Administrators launched enforcement proceedings against both companies. The charges laid in the Portus case include unregistered trading and failing to meet the duties as fund manager. Furthermore, Portus is being prosecuted in Ontario under provincial statute. The RCMP is also investigating the company.

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont entamé des procédures de mise à exécution contre les deux firmes en question. Dans les accusations portées contre Portus, il est question de transactions non consignées et de non respect des devoirs du gérant de fonds. De plus, Portus est poursuivie en Ontario en vertu de la loi provinciale et la GRC fait enquête à son sujet.

The Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada commissioned a research report on both Portus and Norshield. The report did not identify any gaps in the regulatory regime for hedge funds. However, it did say that more compliance checks on the firms might have raised red flags earlier.

Le Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada a commandé un rapport de recherche sur les affaires *Portus* et *Norshield*; celui-ci n'a constaté aucune lacune dans le régime réglementaire des fonds de couverture. Il signale toutefois que des contrôles de conformité plus fréquents auraient permis de tirer plus tôt la sonnette d'alarme.

Finally, the latest hedge fund story to attract considerable attention involves Amaranth. It appears Canadians own about 3 per cent of Amaranth, which is based in the U.S. It is important for the committee to know that Amaranth's huge investment losses were the result of high-risk investment decisions. There have been no allegations of malfeasance.

Enfin, le tout dernier incident très médiatisé concernant un fonds de couverture, d'une attention médiatique considérable, a été celui d'Amaranth, aux États-Unis. Il est important que le comité sache que les énormes pertes d'Amaranth sont dues à la décision d'investir dans des instruments à haut risque. Dans ce cas, on ne parle pas de délit d'action.

None of these cases involves a failure of our framework of securities regulation. Moreover, these cases do not by themselves suggest the need for additional regulation.

Notre cadre de réglementation des marchés financiers n'a été remis en cause ni dans le cas de Portus, ni dans celui d'Amaranth. En outre, aucune de ces deux affaires n'exige l'adoption de règlements additionnels.

Mr. Wilson: I will turn to our final point, the current regulatory initiatives involving hedge funds. Last May the Ontario, Quebec and British Columbia securities commissions completed a review of hedge funds in Canada. The review was undertaken in response to the recent growth of retail investment in hedge funds and to failure of the three funds Mr. St-Gelais mentioned earlier. The review concluded that our regulatory regime offers an appropriate framework to regulate pooled investment vehicles, including hedge funds. However, it did note several areas of concern, one of them being principal protected notes. Individual Canadian retail investors have invested approximately $8 billion in principal protected notes that are linked to hedge fund performance. A segment of this market is comprised of deposit notes issued by deposit-taking institutions, including banks. These principal protected notes are not covered by any securities law disclosure requirements because they are sold as bank deposits and are not securities in technical terms.

M. Wilson : Je vais passer au dernier volet de notre intervention, soit les initiatives actuelles prises dans le domaine de la réglementation des fonds de couverture. En mai dernier, les commissions des valeurs mobilières de l'Ontario, du Québec et de la Colombie-Britannique ont réalisé un examen des fonds de couverture au Canada. Celui-ci se voulait une réponse à l'augmentation récente du volume de placements par des épargnants dans des fonds de couverture et à la faillite des trois fonds dont M. St-Gelais vous a parlé. Les auteurs de cet examen ont conclu que notre régime de réglementation s'appuie sur un cadre adapté pour régir les véhicules de placements communs, dont font partie les fonds de couverture. Cependant, ils font état de plusieurs sujets de préoccupation dont les billets à capital protégé. Les épargnants canadiens ont investi quelque 8 milliards de dollars dans ce genre de produits financiers dont la performance dépend du rendement d'un fonds de couverture sous-jacent. Un segment de ce marché est composé de billets à capital protégé émis par des institutions de dépôt, notamment des banques. Les billets à capital protégé ne sont pas visés par les dispositions de divulgation des lois sur les valeurs parce que, sur un plan technique, ils sont vendus en tant que dépôts bancaires et non en tant que titres spéculatifs.

Here are a few examples of our concern about principal protected notes. They give retail investors access to an asset class for which no prospectus is required or vetted by a securities commission. Investors may not be getting sufficient disclosure about principal protected notes regarding their structure, fees and risks. Some registrants make referrals to clients to purchase principal protected notes without ascertaining whether it is in the client's best interests, and some registrants selling

Voici quelques exemples de ce qui nous préoccupe à propos des billets à capital protégé. Ces instruments permettent à des épargnants d'accéder à une classe d'actifs pour laquelle aucun prospectus n'est exigé et qui n'a pas à être validée par une commission des valeurs mobilières. Les investisseurs risquent de ne pas obtenir suffisamment de renseignements au sujet de ces billets à capital protégé en ce qui concerne leur structure, les commissions de gestion imposées et les risques qu'ils comportent.

principal protected notes may not be meeting the know-your-client and suitability obligations they have — two pillars for ensuring fairness to retail investors.

The Canadian Securities Administrators are currently studying the concerns associated with principal protected notes that are sold as deposits outside the ambit of securities law. We believe it is important to ensure that investors receive prospectus-level disclosure about principal protected notes. We also believe that principal protected notes should be sold by a knowledgeable salesperson who understands the product and the purchasing needs of the client.

[*Translation*]

Mr. St-Gelais: In conclusion, I wish to underscore that the Canadian securities authorities have ways and means at their disposal that we think are appropriate for overseeing hedge funds in Canada. Rest assured that we are still working on improving our tools so that our regulatory framework is as appropriate as possible for finding the right balance between consumer protection and the integrity of the Canadian capital markets. I wish to reiterate our support for your committee's work and to thank you for your invitation.

[*English*]

The Chairman: That is a tremendous introduction.

Senator Angus: As I think you know, we put our foot in the water with this subject back in June, when we were finishing a study on consumer issues relating to the securities business. People from the securities commission testified.

Mr. Wilson: We are aware of the report.

Senator Angus: You are aware that on June 8 and June 16 your predecessor was here. In any event, it is true we have been hearing more and more about hedge funds. In New York, we heard much about the landscape in the U.S. I think you said the regulatory landscape is different.

Mr. Wilson: That is correct.

Senator Angus: These are elementary questions, for the reasons the chairman said earlier. We hear about private equity funds and hedge funds and we are told some private equity funds are hedge funds. Is there a standardized definition?

Mr. Wilson: I will try to give one. I will do my best to standardize the definition, because there are different varieties of hedge funds. A hedge fund is essentially a pooled investment vehicle, meaning many investors put their money into a single pool of assets and a manager invests those assets in a series of

Certains courtiers attitrés conseillent à leurs clients d'acheter de tels billets sans s'être d'abord assurés que cela va dans leur meilleur intérêt. D'autres courtiers qui vendent ces billets à capital protégé peuvent ne pas se conformer aux deux obligations fondamentales à la prestation d'un service équitable aux épargnants, soit la nécessité de connaître le client et le fait de lui proposer des produits qui lui conviennent.

L'ACVM est en train d'examiner ces préoccupations liées aux billets à capital protégé qui sont vendus en tant que véhicules de dépôt échappant à la portée des lois sur les valeurs. Nous estimons important de veiller à ce que les investisseurs soient informés au sujet des billets à capital protégé par le biais des prospectus. Nous sommes également convaincus que ces billets devraient être uniquement vendus par des personnes averties qui comprennent le produit et les besoins de leurs clients.

[*Français*]

M. St-Gelais : En conclusion, je tiens à souligner que les autorités canadiennes en valeurs mobilières ont à leur disposition des moyens et des outils que nous considérons appropriés pour superviser les fonds de couverture au Canada. Soyez assurés que nous travaillons toujours à améliorer l'ensemble de nos outils de manière à ce que notre encadrement réglementaire soit le plus approprié possible pour trouver le juste équilibre entre la protection des consommateurs et l'intégrité des marchés des capitaux canadiens. Permettez-moi enfin de réitérer notre appui aux travaux de votre comité et nous vous remercions de votre invitation.

[*Traduction*]

Le président : Merveilleuse introduction!

Le sénateur Angus : Comme vous le savez sans doute, nous avons tâté ce sujet en juin dernier au moment où nous apportions une touche finale à notre étude sur les questions concernant les consommateurs dans le secteur financier. Nous avions alors accueilli des témoins de la Commission des valeurs mobilières

M. Wilson : Nous connaissons ce rapport.

Le sénateur Angus : Et vous savez que les 8 et 16 juin, votre prédécesseur est venu ici. Quoi qu'il en soit, il est vrai que nous entendons de plus en plus parler des fonds de couverture. À New York, il en a beaucoup été question dans nos échanges sur la situation des marchés financiers aux États-Unis. Je crois vous avoir entendu dire que la situation est différente au Canada.

M. Wilson : C'est exact.

Le sénateur Angus : Je vais vous poser des questions élémentaires pour les raisons formulées par le président, tout à l'heure. On a entendu parler de « fonds privés » et de fonds de couverture, et l'on nous a dit que certains fonds privés sont en fait des fonds de couverture. Existe-t-il une définition normalisée?

M. Wilson : Je vais essayer de vous en donner une. Je vais essayer de mon mieux pour normaliser la définition, parce qu'il existe différents types de fonds de couverture. Un fonds de couverture est essentiellement un véhicule de placements communs, ce qui veut dire que plusieurs investisseurs mettent

securities. What makes a hedge fund different from a regular pool investment vehicle, called a mutual fund, is that the investment strategies are very diverse. The capital going into a hedge fund can be invested in stocks and bonds. It can be levered, invested in derivatives, in credit derivatives and in commodities — a host of different assets that mutual funds are not permitted to invest in. There are rules restricting what mutual funds can buy.

leur argent en commun, dans des actifs collectifs, et que le gérant du fonds place ces actifs dans des titres. Les fonds de couverture se différencient des véhicules de placements communs, appelés fonds communs de placement, en ce sens que les stratégies d'investissement sont très variées. Le capital d'un fonds de couverture peut être investi dans des actions ou dans des obligations. Il peut être à fort effet de levier financier, comme dans le cas des dérivés, des produits dérivés de crédit et des produits de base — autant d'actifs différents dans lesquels les fonds communs de placement ne peuvent investir compte tenu des règles qui les régissent.

Senator Angus: What rules are those?

Le sénateur Angus : Quelles sont ces règles?

Mr. Wilson: Securities regulators have rules that prescribe what mutual funds can do — for example, limitations of leverage, limitations on shorting securities. For hedge funds there are no limitations. They can do whatever they want to maximize the return to their investors. Creativity is unlimited, but typically they are market instruments that are bought and structured in sophisticated ways. Sometimes they are structured to get risk reduced on a net basis and sometimes, as Mr. St-Gelais mentioned, with funds like Amaranth, they are structured with high risk, and with high risk you sometimes have huge losses. Amaranth lost $6 billion in two weeks. Hedge funds can be risky or low-risk. There is a big spectrum of risk under the umbrella of hedge funds, but they use sophisticated trading strategies to get returns.

M. Wilson : Les organismes de réglementation du commerce et des valeurs mobilières appliquent des règles qui prescrivent aux fonds communs de placement ce qu'ils peuvent faire, par exemple en limitant les effets de levier sur lesquels ils peuvent miser et en leur interdisant les ventes à découvert. Dans le cas des fonds de couverture, il n'existe aucune contrainte de ce genre. Ils peuvent faire ce qu'ils veulent pour maximiser leur rendement. Leurs administrateurs peuvent donc faire preuve d'une créativité sans borne, mais en règle générale, il s'agit d'instruments financiers très complexes. Certains sont structurés pour réduire le risque net, mais comme M. St-Gelais le disait, il arrive que des fonds, comme Amaranth, reposent sur des spéculations à haut risque au point qu'ils peuvent encaisser des pertes normes. Amaranth a perdu 6 milliards de dollars en deux semaines. Les fonds de couverture peuvent être à haut risque ou à faible risque. Il existe tout un éventail de risques pour ce produit, mais tous les fonds de couverture font appel à des stratégies spéculatives destinées à optimiser le rendement.

Senator Angus: Is there any standard degree of gearing? We talk about the leverage, the initial fund, the first counter party and then the next counter party. How far does it go, or is it limitless?

Le sénateur Angus : L'effet de levier financier est-il normalisé? On parle de facteur de multiplication, puisqu'il y a un investissement initial dans le fonds, la première contrepartie, puis une autre contrepartie. Jusqu'où peut-on aller ou est-ce illimité?

Mr. Wilson: As regulators, we impose no rules on leverage for hedge funds.

M. Wilson : L'effet de multiplication des fonds de couverture n'est pas encadré par les organismes de réglementation.

Senator Angus: One difference from the U.S., as you have pointed out, is that there is some measure of regulation already in place in Canada.

Le sénateur Angus : La différence par rapport aux États-Unis, comme vous l'avez dit, c'est qu'au Canada nous avons déjà adopté certaines mesures réglementaires.

Mr. Wilson: Yes.

M. Wilson : Effectivement.

Senator Angus: There is no regulation in the U.S. since the striking down of the *Goldstein* case. The measure of regulation is already in place here, if I understand it.

Le sénateur Angus : Il n'existe pas de règlement aux États-Unis depuis la décision *Goldstein*. En revanche, à ce que je sache, il existe déjà une certaine réglementation ici.

Mr. Wilson: It is the portfolio manager.

M. Wilson : Qui concerne les gérants de portefeuille.

Senator Angus: That is not the hedge fund manager?

Le sénateur Angus : Pas les administrateurs de fonds de couverture?

Mr. Wilson: It is. There are three entities I should describe. There is the fund itself.

M. Wilson : Aussi. Nous avons affaire à trois entités que je vais vous décrire. Il y a d'abord le fonds lui-même.

Senator Angus: Is that a limited liability partnership?

Le sénateur Angus : Est-ce un partenariat à responsabilité limitée?

Mr. Wilson: The fund is usually a corporation that has the ability to redeem shares. It is an open-ended corporation. That is the fund. No one regulates the fund per se.

In Canada we regulate the portfolio manager, which is another entity separate from the fund. The portfolio manager is registered in Canada and is overseen, which is not the case in the United States.

The third entity is the administrator of the hedge fund. That person is not registered in Canada yet. As I said in my remarks, the intention is to require registration of administrators of funds, including administrators of mutual funds and hedge funds, all pool vehicles, and we at the Canadian Securities Administrators are making the proposal early next year to register that third body. Once that is in place, the administrator will be registered just as the portfolio manager is now registered. The fund itself will not be registered and overseen.

Senator Angus: Are the administrator and the portfolio manager sometimes the same?

Mr. Wilson: Yes, quite often. It is called a corporate group.

Senator Angus: Those managers have to register today.

Mr. Wilson: The portfolio managers do, yes.

Senator Angus: With whom do they register? Is it with the Ontario Securities Commission or in the province in which they do business?

Mr. Wilson: They have to register with all the provinces where their head offices exist.

Senator Angus: How does the registration process work? Do they have to show that they have a license from the Investment Dealers Association?

Mr. Wilson: You apply to register with the local securities commission in the province where you do business. To be registered, you have to meet certain compliance requirements: proficiency, competency, integrity and financial solvency are the touchstones for getting registration.

Senator Angus: If it is in Montreal, for example, the person would come and say, "I am XYZ. I have a hedge fund. I am the portfolio manager, and I want to register."

Mr. St-Gelais: Exactly.

Senator Angus: I am there as the president of that company. What do I have to go through? Do I have to pay a fee?

Mr. St-Gelais: You have to pay fees for registration. Perhaps they are not high enough, but there are fees. We do a security check for a criminal record. We ask about proficiency. We ask whether you have completed level one of the chartered financial analyst designation. We also look at integrity, good character,

M. Wilson : En règle générale, le fonds est une société par action qui est en mesure de racheter ses actions. C'est une société à capital variable. Personne ne réglemente le fonds en tant que tel.

Au Canada, nous réglementons le gérant de portefeuille, qui est une entité distincte du fonds. Le gérant du fonds est enregistré et il est surveillé, ce qui n'est pas le cas aux États-Unis.

La troisième entité est l'administrateur du fonds de couverture. Cette personne n'est pas encore inscrite au Canada. Comme je le disais dans mes remarques liminaires, nous avons l'intention d'imposer l'enregistrement des administrateurs de fonds, y compris des administrateurs de fonds communs de placement et des fonds de couverture, pour tous les véhicules spéculatifs, et l'ACVM a l'intention d'en faire la proposition au début de l'année prochaine. Une fois que ce nouveau régime sera en place, les administrateurs seront enregistrés tout comme les gérants de portefeuille. Quant aux fonds, ils ne seront ni enregistrés, ni surveillés.

Le sénateur Angus : Peut-il arrivé que l'administrateur et le gérant de portefeuille soient la même personne?

M. Wilson : Assez souvent en fait, et ils forment alors un regroupement.

Le sénateur Angus : Les gérants doivent s'enregistrer aujourd'hui.

M. Wilson : Oui! Les gérants de portefeuille.

Le sénateur Angus : Auprès de qui s'enregistrent-ils? Auprès de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario ou de leur province?

M. Wilson : Ils doivent s'enregistrer dans toutes les provinces où ils ont un bureau.

Le sénateur Angus : Comment fonctionne l'enregistrement? Ces gens-là doivent-ils montrer qu'ils détiennent un permis de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières?

M. Wilson : Il leur faut faire une demande auprès de la commission des valeurs mobilières de la province où ils font affaires. Pour s'enregistrer, ils doivent se conformer à certaines exigences dont les pierres de touche sont l'efficacité, la compétence, l'intégrité et la solvabilité financière.

Le sénateur Angus : Supposons que la personne veuille s'inscrire à Montréal. Elle se présente et déclare « Je m'appelle Untel et j'administre un fonds de couverture. Je suis gérant de portefeuille et je veux m'inscrire ».

M. St-Gelais : C'est cela.

Le sénateur Angus : Il rajoute qu'il se présente en tant que président de la société. Que doit-il faire ensuite? Que doit-il payer?

M. St-Gelais : Il devra payer un droit d'enregistrement, sans doute pas très élevé, mais tout de même. Nous n'effectuons pas de vérification de sécurité en ce qui concerne le casier judiciaire. Nous nous renseignons sur la compétence. Nous demandons aux candidats à l'inscription s'ils ont obtenu le premier degré

competency and financial solvency. We require a certain amount of financial solvency in order to conduct your business. Once you have it, you have to keep this registration ongoing each year.

Senator Angus: These seem like simple questions.

Mr. Wilson: Not at all.

Senator Angus: If am dealing with RBC Financial Group or CIBC Wood Gundy, I know that the broker I phone to make a trade with has had to take exams and get registered with the Investment Dealers Association, IDA, and perhaps other bodies. Is that what you mean by the competency test? Do the guys who are starting these funds have to be IDA members?

Mr. St-Gelais: I cannot answer precisely which type of proficiency courses they are taking, but they need to register with us, and they have to fulfill those competency requirements. I would say that usually most of them go through the CSI, Canadian Securities Institute, courses and tests.

[*Translation*]

Senator Angus: You check that these people have expertise in the area.

Mr. St-Gelais: We make sure that they have taken the required courses and passed them. The majority of them study with the Investment Dealers Association of Canada so that they can conduct their business as they should. It is the same type of course. We make sure that this check takes place annually.

Senator Angus: This is the same expertise, for example, as that of a broker with RBC. They have the same expertise.

[*English*]

Now we get to transparency. Is there any control over or regulation of the portfolio? Does anybody in Canada know what they are trading and investing in?

Mr. Wilson: If they are registered, we have the power, as their regulator, to say, "You are the portfolio manager for that portfolio or pool. We want to have a look at the portfolio." We have the power to do that if they are registered with us. If they are not registered with a regulator, as is the case in the U.S., the regulator cannot go in and say, "Show me what you are doing and what is going on here."

Senator Angus: For some reason, perhaps a complaint or a whim, you go in. It is a small fund. It has just been started up as a hedge fund by the definition you gave earlier. It has $1 million in assets and is trading in the markets and churning the money over and over again. I understand it is like a private placement in the regular securities world. They have to be sold

d'analyste financier agréé. Nous examinons également leur intégrité, leur réputation, leur compétence et leur solvabilité financière. Nous exigeons une certaine solvabilité pour ce genre d'activités. Une fois qu'il s'est enregistré, l'intéressé doit renouveler son inscription tous les ans.

Le sénateur Angus : Les questions posées me paraissent très simples.

M. Wilson : Pas du tout.

Le sénateur Angus : Personnellement, je traite avec le Groupe financier RBC ou avec CIBC Wood Gundy et je sais que les courtiers à qui je m'adresse pour mes transactions ont passé ces examens et qu'ils sont inscrits auprès de l'Association des courtiers en valeurs mobilières, l'ACCOVAM, et peut-être même auprès d'autres organismes. C'est cela que vous entendez par preuve de compétence? Est-ce que ceux qui lancent des fonds de couverture doivent être membres de l'ACCOVAM?

M. St-Gelais : Je ne peux pas vous répondre avec précision au sujet du genre de cours que ces gens-là doivent suivre, mais il faut qu'ils soient inscrits auprès de nous et qu'ils se plient à nos exigences en matière de compétence. Je dirais que la plupart d'entre eux ont suivi les cours et subi les épreuves de l'Institut canadien des valeurs mobilières, l'ICVM.

[*Français*]

Le sénateur Angus : Vous vérifiez que ces personnes aient une expertise dans le domaine.

M. St-Gelais : On s'assure qu'ils ont suivi et réussi les cours requis. La majorité d'entre eux étudie à l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières pour être en mesure de conduire leurs affaires correctement. C'est le même type de cours. Nous nous assurons que cette vérification soit faite annuellement.

Le sénateur Angus : C'est la même expertise, par exemple, qu'un courtier chez RBC. Ce sont toujours les mêmes expertises.

[*Traduction*]

Parlons maintenant de transparence. Les portefeuilles sont-ils réglementés ou contrôlés? Est-ce que quelqu'un au Canada sait dans quoi ces portefeuilles investissent?

M. Wilson : Si les courtiers sont enregistrés auprès de nous, en notre qualité d'organisme de réglementation, nous avons le pouvoir de leur dire « Vous êtes gérant de portefeuille pour ce portefeuille ou ces placements communs et nous voulons examiner ce que vous faites ». Nous avons ce pouvoir sur les gérants inscrits chez nous. S'ils ne sont pas enregistrés, comme c'est le cas aux États-Unis, l'organisme de réglementation ne peut rien faire et ne peut pas se présenter en disant : « Montrez-moi ce que vous faites et ce qui se passe ici ».

Le sénateur Angus : Supposons que vous alliez voir le gérant de portefeuille à la suite d'une plainte ou simplement parce que ça vous tente. Il s'agit d'un petit fonds. C'est un tout nouveau fonds de couverture correspondant à la définition que vous nous en avez donnée tout à l'heure. Il dispose d'un million de dollars d'actifs, il est très présent sur les marchés et l'on pourrait même dire qu'il

in units of $150,000. Do you insist that they have some degree of sophistication? You mentioned that 54 per cent of these funds are retailed to ordinary Canadians.

Mr. Wilson: Sophisticated, high-net-worth people who buy hedge fund products have to meet sophisticated investor tests, as you have described, senator — $150,000 individual purchase size or investable assets of $1 million. Those are the two key tests that let sophisticated investors buy hedge funds without a prospectus and without all the disclosure that goes with that. However, as I said in my remarks, over half of the individual investors' investment in hedge fund type products is delivered to them through principal protected notes. Those are sold without a prospectus as well, but the little investor can buy them because they are bank deposits under the rules.

Senator Angus: And they do not have to be $150,000?

Mr. Wilson: That is right. An exemption for the prospectus requirements for bank deposits was granted 25 or 30 years ago. Since that time, much more sophisticated forms of bank deposits have developed. A simple deposit that has been wrapped with a hedge fund index product still technically does not require a prospectus. We at the CSA are conducting discussions with various levels of government and the banks to determine how this regulatory gap should be closed.

Senator Angus: I know of a small fund like the one I described, selling units at $1 a unit. I assume you have to have $150,000 worth of units to get into the game, but they bundle the units among four or five people. How do you police that, and is that legal?

Mr. Wilson: The sales of those units are done by registered people, members of the Investments Dealers Association or the Mutual Fund Dealers Association. They are to police that. Each single investor must buy $150,000 or more. Breaking it up into smaller pieces and selling it among five friends is not allowed.

Senator Angus: How do you catch that?

Mr. Wilson: You reprimand the broker who did not police the sale to a single individual person with a single ticket.

Senator Tkachuk: Can a fund manager or administrator, once registered, manage more than one fund?

Mr. Wilson: Sure.

Senator Tkachuk: He does not have to register 10 times. Once he is registered, that is it.

Mr. St-Gelais: That is correct.

« mouline ». D'après ce que j'ai compris, c'est un peu comme faire des placements privés dans l'univers des titres traditionnels. Les ventes doivent se faire par blocs de 150 000 $. Est-ce que vous insistez pour que les clients soient raisonnablement avertis? Vous avez dit que 54 p. 100 de ces fonds sont détenus par des Canadiens ordinaires.

M. Wilson : Les investisseurs à actif net élevé, avertis, qui achètent des produits de fonds de couverture doivent correspondre aux critères appliqués à cette catégorie d'épargnants, soit — comme l'a décrit le sénateur — 150 000 $ par achat et des actifs nets d'un million de dollars. Ce sont là les deux principaux critères à respecter pour qu'un fonds de couverture puisse être vendu à des investisseurs avertis sans qu'il soit nécessaire de produire un prospectus et sans avoir à produire les rapports imposés. Cependant, comme je l'ai indiqué dans mes remarques liminaires, plus de la moitié des sommes investies par des épargnants dans des produits du type fonds de couverture se retrouvent dans des billets à capital protégé. Ces instruments sont vendus sans prospectus, mais le petit épargnant peut les acheter parce qu'ils tombent sous le coup des règles de dépôt bancaire.

Le sénateur Angus : Et ils n'ont pas à investir 150 000 $ d'un coup?

M. Wilson : C'est exact. L'exemption relative à la notice d'offre a été consentie aux banques il y 25 ou 30 ans. Depuis cette époque, on a élaboré des dépôts bancaires beaucoup plus complexes. Techniquement, il n'est pas toujours obligatoire de produire un prospectus pour un simple dépôt associé à un fonds de couverture indexé. L'ACVM a pris langue avec les différents ordres de gouvernement et les banques pour déterminer comment combler ce vide réglementaire.

Le sénateur Angus : J'ai entendu parler d'un petit fonds, comme celui que j'ai décrit, qui vend des unités à 1 $ pièce. Comme il faut investir dans des blocs de 150 000 $ à la fois, le vendeur regroupe quatre ou cinq acheteurs. Comment disciplinez-vous ce genre de pratique et est-elle légale?

M. Wilson : La vente des blocs est réalisée par des personnes enregistrées, par des membres de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières ou de l'Association des conseillers en fonds communs de placement. Ce sont eux qui disciplinent le marché. Chaque investisseur peut acheter des blocs de 150 000 $ ou plus. Il n'est pas permis de fractionner ces blocs en petits morceaux pour les vendre à cinq amis, par exemple.

Le sénateur Angus : Sévissez-vous?

M. Wilson : Nous réprimandons le courtier qui n'a pas appliqué la règle voulant qu'on vende un seul bloc de titres à un seul acheteur.

Le sénateur Tkachuk : Une fois qu'il est enregistré, l'administrateur ou le gérant de fonds peut-il gérer plusieurs fonds?

M. Wilson : Bien sûr.

Le sénateur Tkachuk : Il n'a donc pas à s'enregistrer dix fois. Une fois qu'il est enregistré, ça ne va pas plus loin.

M. St-Gelais : C'est exact.

To go back to the previous question, once a person is registered as a fund manager with the securities regulator in Canada, he or she has to act by the know-your-client specification and all of that. How do we police that? The IDA polices the registered fund managers. We can step in if we find something, but we need to have evidence that there is a problem. With the hedge fund industry, the concerns are more related to the fact that people do not know what is happening. We are not saying there is a problem or there is no problem, but everybody selling financial products who is registered with us must comply with the requirements within the registration processes and filing.

Senator Harb: Canadian hedge funds have to be registered with your organizations. Can those hedge funds invest money in the U.S.? If they do, do they still have to register with you?

Mr. Wilson: What they invest in does not determine the registration. The requirement to register is determined by the domicile of the head office of the portfolio manager. If the head office is in Canada, operating out of one of the Canadian provinces, they must register.

Senator Harb: Do you police their portfolio in the U.S.?

Mr. Wilson: No. We do not police their portfolios at all unless they file a prospectus. These are not prospectus-filed funds.

Senator Harb: You mentioned in your opening statement that hedge funds are worth approximately $30 billion and growing at 30 per cent every year. It could be in the vicinity of $50 billion to $60 billion.

Mr. Wilson: It is likely $35 billion plus.

Senator Harb: With respect to pooling in the brokers industry, normally, before an application is approved and proceeds, there is a cooling-off period for the person borrowing the capital. Often in Ontario brokers would collect monies from five or six people and invest them or loan the monies to someone else. Ontario has said that that is no longer acceptable. The person putting money into the pool does not know where the money is going. Are you concerned that in some cases an investor at the end of the road does not know where his money is going?

Mr. St-Gelais: Of course it is a concern when the investor does not know what is happening, where his money is and what risk he is taking. That is one reason we want the people who sell those products first to know their products and second to know their clients' needs in order to advise them appropriately.

Usually it is sophisticated people using an accredited investor exemption who buy hedge funds, and they should be able to do their own due diligence.

Pour en revenir à la question précédente, il faut savoir qu'une fois qu'il est enregistré en qualité de gérant de fonds auprès des organismes de réglementation canadiens, le courtier doit appliquer certains principes y compris la connaissance des besoins du client. L'ACCOVAM veille à ce que les gérants de fonds enregistrés respectent ce genre de disposition. Nous pouvons intervenir si nous constatons quelque chose de louche, mais à ce moment-là nous devons nous appuyer sur des preuves. Dans le secteur des fonds de couverture, le plus inquiétant, c'est que les investisseurs ne savent pas forcément ce qui se passe. Nous ne disons pas que c'est un problème ou au contraire qu'il n'y a pas de problème, mais tous ceux qui vendent des produits financiers et qui sont enregistrés doivent se conformer aux exigences associées aux procédures d'inscription et de déclaration.

Le sénateur Harb : Les fonds de couverture canadiens doivent être enregistrés auprès de vos organisations. Est-ce que ces fonds peuvent investir aux États-Unis? Le cas échéant, est-ce qu'ils doivent tout de même s'inscrire auprès de vous?

M. Wilson : L'obligation de s'enregistrer n'est pas liée à la destination des placements, mais plutôt à la domiciliation du siège du gérant de portefeuille. Ainsi, si le siège se trouve au Canada, que les opérations sont effectuées à partir d'une province canadienne, le gérant doit s'enregistrer.

Le sénateur Harb : Est-ce que vous régissez le portefeuille de ces gens-là aux États-Unis?

M. Wilson : Non, à moins qu'ils ne déposent un prospectus, mais ces fonds ne sont pas visés par ces dispositions.

Le sénateur Harb : Dans vos remarques liminaires, vous avez dit que les fonds de couverture valent à près 30 milliards de dollars et qu'ils progressent à raison de 30 p. 100 par an. Nous pourrions donc avoir déjà atteint 50 ou 60 milliards de dollars.

M. Wilson : Plus vraisemblablement 35 milliards de dollars ou un peu plus.

Le sénateur Harb : Normalement, il faut que les mises en commun à des fins de placement soient d'abord approuvées, après quoi l'emprunteur du capital dispose d'une période de réflexion. En Ontario, il arrive souvent que les courtiers recueillent l'argent auprès des cinq ou six investisseurs pour placer la somme ou la prêter à quelqu'un d'autre. Or, la province a décrété que cette pratique n'est plus acceptable. Celui qui participe à un tel consortium doit savoir où son argent aboutira. Ne craignez-vous pas que, dans certains cas, les investisseurs ne sachent pas où se aboutit leur argent?

M. St-Gelais : Il est évidemment préoccupant que l'investisseur ne sache pas ce qui se passe, où son argent se retrouve, ni quel risque il prend. C'est d'ailleurs l'une des raisons pour lesquelles nous voulons que vendeurs connaissent les produits en question et, deuxièmement, qu'ils soient au fait des besoins de leurs clients afin de pouvoir les conseiller correctement.

Comme ils sont en général des investisseurs avertis ayant recours à une exemption relative à « l'investisseur accrédité », les acheteurs de fonds de couverture doivent faire preuve d'une diligence raisonnable.

Senator Harb: If I have a pension fund, that is not to say that I am a sophisticated investor. I have simply put my trust in the pension fund and, as you stated, they are approximately 35 per cent to 40 per cent of the total pie.

Mr. St-Gelais: The answer would be even simpler. Hedge funds are much more suitable for large, institutional investors such as pension funds than they are for the retail investor. If my pension fund is with a large, institutional investor pension fund that is managing and investing for me, then they can do due diligence. They can deal with the best hedge fund in the world. They cannot take all of them but they can deal with that and fully understand what is at stake and the derivative strategies as a leverage, as Mr. Wilson mentioned in his presentation. I would be less concerned about an investment made by an institutional investor than about an investment made by a retail investor with direct access to principal protected notes, for example, where it is very important for the investor to know what he is doing. Keep in mind that we are entering an era of good disclosure.

Senator Harb: During some of our meetings with officials in the U.S., it was brought to our attention that our system of investigating is extremely lax; we do not practice due diligence the way they do in the U.S. The Americans commented that, in some of these funds, a great deal of manipulation takes place in a portfolio by the portfolio manager. Therefore, I would ask, on a day like today when the markets have gone down substantially as a result of the government announcement on income trusts, would you take measures to determine what happened, who did what and whether there have been any irregularities? How would a black day like this affect hedge funds?

Mr. St-Gelais: Perhaps Mr. Wilson will want to add a comment to this very broad question in respect of the surveillance of the capital market in Canada and the relative strength of the enforcement activities that we conduct.

For surveillance of market activities on days like today, securities commissions in Ontario and Quebec have people looking after major swings in important issuers' prices of shares. We look at whether insiders of the companies have traded. They are the brokers that make most of the trades. We check to see whether they had information prior to these trading events. We have Market Regulation Services Inc. doing similar activities for the Toronto Stock Exchange, TSX, and alternative trading systems in Canada. When something unusual pops up, they connect with our enforcement, inspection, and investigation people. We begin work to see whether there was any inappropriate activity.

Le sénateur Harb : Je cotise à un fonds de pension, ce qui ne veut pas dire que je suis un investisseur averti. J'ai simplement fait confiance à ce fonds qui, comme vous le disiez, fait partie d'un secteur occupant 35 à 40 p. 100 du marché des fonds de couverture.

M. St-Gelais : Eh bien, dans ce cas, la réponse est encore plus simple. Les fonds de couverture sont beaucoup plus adaptés à des investisseurs institutionnels, importants — comme les fonds de pension — qu'à de petits épargnants. Si mon fonds de retraite est administré par le gérant d'un fonds de pension institutionnel, très important, et que celui-ci place mes épargnes, c'est lui qui devra faire preuve de diligence raisonnable. Les grands fonds de pension sont en mesure de placer dans les meilleurs fonds de couverture du monde. Ils ne peuvent pas être partout, mais leurs administrateurs sont en mesure de comprendre ce que cela sous-entend ou quelles sont les stratégies de placement à adopter dans des produits dérivés pour obtenir un effet de multiplication optimal, comme M. Wilson l'a dit dans son exposé. Personnellement, je suis mon préoccupé par les placements réalisés par les investisseurs institutionnels que par ceux des épargnants qui ont directement accès à des billets à capital protégé, parce qu'il est alors très important que ces investisseurs-là sachent ce qu'ils font. N'oubliez pas que nous entrons dans une ère où la divulgation sera plus stricte.

Le sénateur Harb : Des hauts fonctionnaires américains nous ont dit que notre système d'enquête laisse beaucoup à désirer, que nous n'appliquons pas le principe de la diligence raisonnable, contrairement à ce qui se fait aux États-Unis. Les Américains nous ont dit que les gérants de portefeuille de certains de ces fonds manipulent énormément les contenus. Cela m'amène à vous demander — surtout un jour comme aujourd'hui où les marchés sont considérablement à la baisse à la suite de l'annonce par le gouvernement de l'imposition des fiducies de revenu — quelle mesure vous prendriez en pareil cas pour déterminer ce qui s'est passé, qui a fait quoi et s'il y a eu irrégularités? Dans quelle mesure une journée noire comme celle-ci pourrait-elle affecter les fonds de couverture?

M. St-Gelais : M. Wilson pourrait peut-être nous faire part de ses réflexions générales au sujet de la surveillance des marchés financiers au Canada et de l'impact relatif de nos activités d'exécution.

Sachez, toutefois, que pour assurer la surveillance des marchés un jour comme celui-ci, les commissions des valeurs mobilières de l'Ontario et du Québec comptent sur des gens qui examinent la situation en cas de fortes variations du cours des titres d'émetteurs importants. Nous nous demandons s'il n'y a pas eu délit d'initiés. Comme la plupart des transactions sont réalisées par des courtiers, nous cherchons à déterminer s'ils n'ont pas obtenu des informations avant de transiger en bourse. À la Bourse de Toronto, et sur d'autres places boursières, nous pouvons ainsi compter sur Market Regulation Services Inc. Dès que quelque chose d'inhabituel se produit, ces gens-là prennent contact avec notre service d'exécution, d'inspection et d'enquête. Nous cherchons dès lors tout de suite à déterminer s'il n'y a pas eu d'irrégularités.

It is much easier when products are sold through a prospectus, because a prospectus is filed with us and reviewed beforehand. We can then ask the company what happened and whether it followed what was stated on the prospectus. In the cases of exempted hedge funds, investment funds and investment pools of all kinds not on our radar screen, we have to go through the registrant, the portfolio manager, to determine whether they have done something wrong.

The Chairman: If you find a wrongdoing, the only penalty is deregistration. The fund is not touched.

Mr. St-Gelais: It would depend on what we found.

The Chairman: Let us assume you found something of bad judgment or malfeasance. In the case of the latter, it would be referred to the authorities. As the industry watchdogs, what would you do?

Mr. Wilson: We would send in our enforcement branches.

The Chairman: At the end of the day, they came to a prima facie case of —

Mr. St-Gelais: Depending on what was done, we could have in place administrative fines and penal fines before the provincial court. We could send the case to the RCMP or to the Sûreté du Québec. We have many initiatives in this area. If the committee wishes to discuss it, I am sure we would be prepared to do so.

The Chairman: When you find something wrong, what do you do? That was Senator Harb's question.

Mr. Wilson: We can penalize and go to the courts to freeze the assets to protect the investors' money and to find out if something is truly wrong.

Mr. St-Gelais: We can put a receiver in place.

Senator Harb: I am interested in the comment you made about the pools outside your control, meaning you do not know what is going on because they are exempt. You mentioned that people can deposit their money with a bank and guarantee their principal. That cannot go wrong. In other words, if it goes wrong, then the bank is on the hook. If you deposit $100, the bank takes that money and invests it on your behalf. If there is a profit, what does the bank take out of that? Does the money all go to the investor?

Mr. Wilson: The capital is guaranteed by the bank to be returned at the end of the term of five or seven years or 10 years. The return on the capital is the element at risk in a principal protected note. In a 10-year instrument, the return on the capital is worth about 35 per cent to 40 per cent of the value.

Senator Harb: I see. If you were to ask this committee to do one thing,what would that be?

Mr. St-Gelais: We would have to think about that.

Les choses sont beaucoup plus faciles quand les produits font l'objet d'un prospectus que nous examinons d'avance. Après coup, nous pouvons demander à la firme de courtage ce qui s'est produit et si elle s'est conformée à ce que dit le prospectus. D'un autre côté, les fonds de couverture exemptés, les fonds de placement et les consortiums d'investissement en tous genres échappent à notre surveillance directe et nous devons enquêter auprès des courtiers attitrés, des gérants de portefeuille, pour savoir s'ils ont fauté.

Le président : Si vous avez constaté une faute, la seule sanction est la radiation de votre registre, car le fonds n'est pas touché.

M. St-Gelais : Tout dépend de ce que nous constatons.

Le président : Supposons que vous constatiez que le courtier a fait preuve de mauvais jugement ou qu'il a commis une faute d'action. Dans ce dernier cas, l'affaire est renvoyée à l'ACVM qui est le chien de garde de l'industrie, n'est-ce pas?

M. Wilson : Nous confierions le dossier à notre service de l'exécution.

Le président : En fin de compte, il s'agirait d'une cause probable de...

M. St-Gelais : Selon la nature du problème, nous pourrions appliquer des sanctions administratives et des sanctions pénales en passant par un tribunal provincial. Nous pourrions transmettre le dossier à la GRC ou à la Sûreté du Québec. Nous ne manquons pas d'initiative dans ce domaine et si comité désire en parler, je suis certain que nous pourrions le faire.

Le président : Quand vous constatez une irrégularité quelconque, que faites-vous? C'était ça la question du sénateur Harb.

M. Wilson : Eh bien, nous pouvons pénaliser les responsables et demander aux tribunaux de geler les actifs afin de protéger l'argent des investisseurs, le temps de déterminer s'il y a eu irrégularité.

M. St-Gelais : Nous pouvons aussi nommer un syndic.

Le sénateur Harb : Votre remarque au sujet des consortiums d'investissement qui échappent à votre contrôle m'a intéressé, parce que cela veut dire que vous ne savez pas ce qui se passe dans leur cas étant donné qu'ils sont exclus du régime réglementaire. Vous avez dit que les investisseurs peuvent placer leur argent dans une banque et faire garantir leur capital. Il n'est pas possible de se tromper dans ce cas. Ce que je veux dire, c'est que si les choses se passent mal, il revient à la banque de se débrouiller. Vous déposez 100 $ que la banque investit pour vous. Si elle dégage un bénéfice, que prélève-t-elle sur le rendement? Est-ce que la totalité de la somme revient à l'investisseur?

M. Wilson : La banque garantit le retour du capital à échéance, au bout de cinq, sept ou 10 ans. Dans le cas d'un billet à capital protégé, l'élément risque porte sur le rendement. Dans un instrument de 10 ans, le rendement sur le capital représente environ 35 ou 40 p. 100.

Le sénateur Harb : Je vois. Si vous deviez inviter ce comité à faire une seule chose, que nous recommanderiez-vous?

M. St-Gelais : Il faudrait que j'y pense.

The Chairman: In the public interest.

Mr. Wilson: A very short-term thing we are working on is improving the regulatory regime for principal protected notes, which are a subset of hedge funds. Total principal protected notes are about $30 billion in Canada, sold without a prospectus. If the Senate could give their views on that particular product, that would be helpful to us at this time.

Mr. St-Gelais: We have started discussion with the major banks in Canada about that product, and we made clear at the outset that we want to work cooperatively with our colleagues from the Office of the Superintendent of Financial Institutions, OSFI, and the federal Department of Finance so as not to have a jurisdictional problem, just to make sure that this is properly disclosed.

Senator Tkachuk: I have a few questions to follow up on these principal protected notes, only because you honed in on them after that question. Why is that?

Mr. Wilson: They are being sold very rapidly in large amounts, and they are of varying risks, but the ones that have the greater risks should be subject to a more rigorous regulatory oversight, prospectus disclosure or prospectus-like disclosure, and sale by registered, proficient people who are trained in selling risk securities to clients. With the exemptions in place for many years, that is not a requirement at the present time.

Senator Tkachuk: Who would buy those?

Mr. Wilson: Retail investors, small investors.

Senator Tkachuk: Are they a complicated instrument to buy? Would the purchasers buy them directly on the Internet, or would they buy them through a broker?

Mr. Wilson: They buy them through stock brokers, mutual funds salespeople, bank branches, Desjardins branches.

Senator Tkachuk: You would think those people should know something about the product they are selling.

Mr. Wilson: Yes.

Senator Tkachuk: Why would we need to protect anybody here? I still think we have a right to make money or lose money.

Mr. Wilson: As long as the facts are disclosed before you put your money at risk.

Senator Tkachuk: Are the facts not being disclosed now?

Mr. Wilson: It is our view that there could be enhanced disclosure of the risks associated with some these principal protected notes.

Senator Tkachuk: You say that the investment is taken off the money that is earned from the principal.

Mr. Wilson: The return on the principal.

Le président : Dans l'intérêt du public.

M. Wilson : À très court terme, nous visons à améliorer le régime réglementaire dans le cas des billets à capital protégé qui sont un sous-produit des fonds de couverture. Ce genre d'instrument, qui représente actuellement au Canada une valeur totale d'environ 30 milliards de dollars, est vendu sans prospectus. Nous trouverions utile que le Sénat nous fasse part de son point de vue sur ce produit.

M. St-Gelais : Nous avons pris langue avec les grandes banques au Canada au sujet de ce produit et nous leur avons bien précisé, d'entrée de jeu, que nous voulons collaborer avec nos homologues du Bureau du surintendant des institutions financières, le BSIF, et ceux du ministère des Finances pour ne pas nous empêtrer dans des problèmes de compétence et nous assurer que tout cela soit transparent.

Le sénateur Tkachuk : J'ai quelques questions à poser à propos des billets à capital protégé, ne serait-ce que parce que je vous ai vu opiner du chef quand il en a été question. Pourquoi donc?

M. Wilson : Ces produits sont écoulés très rapidement et dans des volumes importants; ils présentent des niveaux de risque variés, mais ceux qui sont les plus risqués devraient être mieux encadrés, faire l'objet d'un prospectus ou d'un document semblable et être vendus par des gens enregistrés, compétents, ayant été formés à la vente de titres risqués. À cause des exemptions consenties il y a très longtemps, rien de tel n'est actuellement exigé.

Le sénateur Tkachuk : Qui achète ce genre de produits?

M. Wilson : Les petits épargnants.

Le sénateur Tkachuk : Est-il compliqué d'acheter ces instruments? Est-ce qu'on peut les acheter directement sur Internet ou est-ce qu'il faut s'adresser à un courtier?

M. Wilson : Il faut s'adresser à un courtier, à un vendeur de fonds communs de placement, à une succursale bancaire ou à une Caisse Desjardins.

Le sénateur Tkachuk : On pourrait penser que tous ces gens-là connaissent le produit qu'ils vendent.

M. Wilson : Oui.

Le sénateur Tkachuk : Pourquoi donc faudrait-il protéger les acheteurs? J'estime que les gens ont le droit de faire de l'argent ou d'en perdre.

M. Wilson : Certes, dans la mesure où les faits sont divulgués avant qu'ils n'investissent.

Le sénateur Tkachuk : N'est-ce pas actuellement le cas?

M. Wilson : Nous sommes d'avis que l'on pourrait améliorer le régime de divulgation des risques associé à certains de ces billets à capital protégé.

Le sénateur Tkachuk : Vous dites que l'investissement est prélevé sur les sommes gagnées sur le capital.

M. Wilson : Le rendement est calculé sur le capital.

Senator Tkachuk: What happens to the return? Is it fairly secure? Is the initial deposit put into fairly secure investments, or is it put into stocks?

Mr. Wilson: To give an example, an investor puts in $100; of that, $65 will be go to purchase a zero coupon bond and $35 will be invested in risky assets like hedge funds or commodity indices. The zero coupon bond of $65 will accrue to the face amount at maturity, and whatever the other, riskier investment produces will be shared between the investor and the product manufacturer.

Mr. St-Gelais: You are right that there is nothing wrong with trying to make money or lose money if it is our money. Our view on this is that these principal protected notes are like securities, and for securities we ask for a lot of disclosure on many things. When you buy securities, you get disclosure of the prospectus, fees and all of that. On the other hand, those products are growing, yet the same type of disclosure is not available to retail investors who sometimes buy principal protected notes as if they were GICs.

Senator Tkachuk: That is only because, in those cases, all of the capital is being used to invest. A person deposits in some kind of RRSP or mutual fund, and all of the money is being invested somewhere, so he or she would have to know where the money is. In an instrument like this, they tell that you seven years from now you will get your capital back. You are guaranteed that. Either they could pay you nothing back except the capital, or you will be rich. If a person wants to believe that and make that investment —

Mr. St-Gelais: That is fine, but I am not sure they know what Mr. Wilson said, that 35 per cent of the whole thing over 10 years is at risk.

Senator Tkachuk: What is the responsibility of the investor and what is the responsibility of the salesperson? Where is that line drawn?

Mr. Wilson: The responsibility of the securities regulator is to make sure that disclosure happens. The responsibility of the sales person is to understand the product and to be sure it is suitable for the investor. The responsibility of the investor is to realize what risks he is taking. That is my best summary.

Senator Tkachuk: You do not think that is happening now.

Mr. Wilson: The disclosure is not at the level we believe it should be.

Senator Tkachuk: What has to be improved?

Mr. Wilson: There needs to be greater disclosure on the risks associated with the entirety of the product.

Le sénateur Tkachuk : Et ce rendement, est-il relativement garanti? Est-ce que le dépôt initial est placé dans un instrument relativement sûr ou se retrouve-t-il dans des actions?

M. Wilson : Prenons l'exemple d'un investisseur qui place 100 $; sur cette somme, 65 $ serviront à acheter une obligation à coupon zéro et 35 $ seront investis dans des actifs à risque, comme des fonds de couverture ou des indices de produits de base. L'obligation à coupon zéro de 65 $ sera portée à la valeur nominale à échéance et le produit des autres investissements plus risqués, quel qu'il soit, sera partagé entre l'investisseur et le fabricant du produit.

M. St-Gelais : Vous avez raison de dire qu'il n'y a rien de mal à vouloir faire de l'argent ni à en perdre, si c'est le vôtre. Nous estimons que les billets à capital protégé sont comme des actions, et il se trouve que nous réclamons la divulgation d'un certain nombre d'éléments à leur sujet. Dans le cas des titres, la divulgation se fait par voie de prospectus qui indique les commissions et le reste. En revanche, une telle divulgation n'est pas exigée pour ces produits en pleine progression, même si certains petits détaillants achètent des billets à capital protégé comme s'il s'agissait de CPG, de certificats de placement garanti.

Le sénateur Tkachuk : C'est uniquement parce que, dans ces cas-là, la totalité du capital est investi. Celui qui met de l'argent dans des REER ou dans des fonds communs de placement dont la totalité des sommes est investie quelque part, devrait savoir où se abouti son argent. Avec un instrument comme celui-ci, on vous dit simplement que vous récupérerez votre capital au bout de sept ans. C'est ça qu'on vous garantit. Soit on ne vous verse rien d'autre que votre capital de départ, soit vous serez plus riche. Celui qui a envie de croire dans cela et qui fait ce genre d'investissement...

M. St-Gelais : Ça va, mais je ne suis pas certain que les investisseurs sachent, comme M. Wilson l'a dit, que 35 p. 100 de leur investissement se retrouve dans un instrument risqué pendant 10 ans.

Le sénateur Tkachuk : Quelle est la responsabilité de l'investisseur et quelle est celle du vendeur? Où commence l'une et où finit l'autre?

M. Wilson : L'organisme de réglementation doit veiller à ce qu'il y ait divulgation. Le vendeur a pour responsabilité de comprendre le produit et de s'assurer qu'il convient à l'investisseur. L'investisseur, quant à lui, a pour responsabilité d'être conscient des risques qu'il prend. Je ne saurais mieux vous dire.

Le sénateur Tkachuk : Et vous pensez que ce n'est pas ce qui se produit actuellement.

M. Wilson : La divulgation n'est pas aussi parfaite que nous le souhaiterions.

Le sénateur Tkachuk : Que faudrait-il améliorer?

M. Wilson : Il faut améliorer la divulgation des risques associés à tout le produit.

Senator Tkachuk: The risk is in the actual interest drawn or money made from the initial investment, and so they are not giving information as to the percentage they are taking off from that piece?

Mr. Wilson: That is right. How the return will be determined is complex. It can have caps on it; it can be tied to various indices. The fees to buy the derivatives to participate in the index can be unclear.

[*Translation*]

Senator Massicotte: I thank the witnesses. I have a few conceptual questions I would like to ask so that I first get a proper understanding. Do we agree, as managers, that investors who meet the criteria of sophisticated investors do not need to be protected? If they have assets worth $1 million to invest and they are qualified, do we feel an obligation to control them? Do we accept this concept today?

Mr. St-Gelais: Yes, absolutely. This is the sophisticated investor concept. In the Securities Act, we take for granted that these people have a great enough knowledge of the capital market and the risks they are taking. This is what we assume from the fact that they already have a lot of money accumulated, typically $1 million plus in assets. It is not necessarily so for 100 per cent of the people, but it is the basis of our regulatory regime for securities and hedge funds.

Senator Massicotte: In the U.S., the amount is higher. Is it not $2.2 million?

Mr. St-Gelais: Yes, I think so.

Senator Massicotte: And in the case of a couple with a high annual income, it is a million dollars or more?

Mr. St-Gelais: The highest is $1 million in assets, an individual investment of $150,000 and an income of $200,000 or a combined revenue with a spouse of $300,000.

Senator Massicotte: The three criteria must be met. It is not an either-or situation if I understand correctly?

Mr. St-Gelais: Yes.

Senator Massicotte: Public interest means the small investor's interest. If we are morally satisfied that it is not necessary to protect these people. The small investor wishes to make sure that when he purchases the product, he is well informed, he understands the risk. You talk about there being a gap, the PPNs. You say that the people who invest in them are not sophisticated, not aware of the risks they are taking. I would add to the comment made by Senator Tkachuk, that the salesperson — often an employee in a bank or a Caisse Desjardins — being the one who assumes the main responsibility, we have to make sure he is well informed so that he can advise the client. Is that not a gap to begin with?

Mr. St-Gelais: The more hedge funds are sold, distributed to individual investors, the more people have access to this type of rapid-growth investment, whether through PPNs, funds of funds,

Le sénateur Tkachuk : Comme le risque concerne le rendement, soit les intérêts réalisés à partir du placement initial, cela revient-il à dire que les courtiers ne donnent pas d'information sur le pourcentage qu'ils vont prélever?

M. Wilson : C'est exact. Le calcul du rendement net est complexe. Il peut être plafonné et il peut être lié à divers indices. Les commissions à verser à l'achat de produits dérivés pour participer à l'indice ne sont pas forcément bien indiquées.

[*Français*]

Le sénateur Massicotte : Je remercie nos témoins. J'aurais quelques questions conceptuelles pour bien comprendre dès le départ. Sommes-nous d'accord, en tant que gestionnaire, que les investisseurs sophistiqués qui satisfont les critères d'investisseurs évolués n'ont pas besoin d'être protégés? S'ils ont un million de dollars d'actifs libres et qu'ils sont qualifiés, sentons-nous pas une obligation de les gérer ou de les superviser? Acceptons-nous ce concept aujourd'hui?

M. St-Gelais : Oui, absolument. C'est le concept d'investisseur averti. Dans la Loi sur les valeurs mobilières, nous prenons pour acquis que ces gens ont une connaissance suffisamment grande du marché des capitaux et des risques qu'ils prennent. Du fait qu'ils ont déjà beaucoup d'argent accumulé, souvent un million d'actifs et plus d'accumulés, on prend l'hypothèse que c'est le cas. Ce n'est pas nécessairement le cas de 100 p. 100 des gens. C'est la base de notre réglementation des valeurs mobilières et des fonds de couverture.

Le sénateur Massicotte : Aux États-Unis, le montant est plus élevé, est-ce 2,2 millions?

M. St-Gelais : Je crois, oui.

Le sénateur Massicotte : Si le couple a un gros revenu annuel élevé, c'est un million et plus?

M. St-Gelais : Le plus élevé, c'est un million d'actifs, un investissement de 150 000 dollars et un revenu de 200 000 dollars ou un revenu cumulé avec l'épouse de 300 000 dollars.

Le sénateur Massicotte : Il faut satisfaire les trois critères. Ce n'est pas « ou », c'est « et » si je comprends bien?

M. St-Gelais : Oui.

Le sénateur Massicotte : L'intérêt public est pour le petit investisseur. Si nous sommes satisfaits moralement qu'il n'est pas nécessaire de protéger ces gens. Le petit investisseur veut s'assurer que lorsqu'il achète le produit, il est bien informé, il connaît bien le risque. Vous parlez du fait qu'il y a une lacune, les BPN. Vous dites que les gens qui investissent ne sont pas bien avisés, bien informés des risques qu'ils prennent. Suite au commentaire du sénateur Tkachuk, le vendeur, souvent un employé d'une banque ou d'une caisse Desjardins, assume la responsabilité principale et il faut s'assurer qu'il est bien informé pour aviser le client. N'est-ce pas une lacune au départ?

M. St-Gelais : Plus les fonds de couverture sont vendus, distribués à des investisseurs individuels, plus ils ont accès à ce genre d'investissement en croissance fulgurante, que ce soit via les

or a part of a mutual fund in a hedge fund, the more people are exposed to these funds, the more the people who advise them have to be well informed so that they can give advice and serve their clients well. At Desjardins and in the banks, most of the people who distribute these products definitely have these skills.

Now we say that the product itself being very complex, it should be subject to the same disclosure requirements as any other products that are complex securities. The capital may be guaranteed but the return accumulated on the capital, which is indexed to a security fund, is sometimes capped, and the fees may vary depending whether the cap is reached or not. The return on the index may be invested in the secondary market — these are extremely complex products — difficult for financial institutions to develop. So when it reaches their representatives, we think there should be a minimum, a document that says to people: You are exposed to such and such a risk, even though your capital is guaranteed and the charges may reach such and such a level.

Senator Massicotte: Even if they are given a prospectus, it does not change much. Generally investors do not read this document. And the main goal is for the institutions to provide clear advice and for the salespersons to be better informed. The gap exists. I think that the regulations are already adequate.

Mr. St-Gelais: As far as principal protected notes are concerned, they are covered by the Bank Act, which provides the general criteria for disclosure. The Securities Act is more detailed. Are we asking for too much information? The important thing is for the document to be written in clear and simple language. And the other thing I would like to add is, when you require a document from a financial institution, an institutional responsibility comes with the production of the document.

Senator Massicotte: That is not the case today?

Mr. St-Gelais: We think that the requirements concerning securities, which are similar products to principal protected notes, are greater. They could be reduced. The question is: are we going to reduce consumer protection?

Senator Massicotte: A task force produced a report on October 4 titled *Canada Steps Up*. The task force was made up of some very able and skilled people. They recommended, contrary to your recommendations, that the whole concept of hedge funds be regulated more strictly. Especially with regard to conflicts of interest, it seems to indicate that there is a lack of transparency. I understand that you do not agree with the report. You say that actually the regulations are adequate except for PPNs, but the rest seems all right. Can you explain why you are not in agreement with the report?

[*English*]

Mr. Wilson: We agree with much of that report. As I said earlier, in Canada the portfolio managers are registered now but the portfolio administrators are not. The Allen report, to

billets à capital protégé ou via des fonds de fonds ou une partie de fonds mutuels dans un fonds de couverture, plus les gens sont exposés à ces fonds, plus ceux qui leur donnent des conseils doivent être bien avisés pour donner des conseils et bien servir leur client. Chez Desjardins et dans les banques, la majorité des gens qui distribuent ces produits ont assurément ces compétences.

Maintenant on dit que le produit lui-même est très complexe. Il devrait faire l'objet des exigences de divulgation au même titre que les autres produits qui sont des valeurs mobilières complexes. Parce que, oui, le capital est garanti mais le rendement qui est accumulé sur le capital, qui est indexé à un fonds de couverture, parfois il a un plafond, et les frais peuvent varier si on atteint le plafond ou pas. Le rendement de l'index est peut-être investi sur le marché secondaire — ce sont des produits extrêmement complexes — difficiles à élaborer par les institutions financières. Alors quand cela arrive à leurs représentants, on pense qu'il devrait y avoir un minimum, un document qui dit aux gens : Vous avez un tel risque, vous êtes exposés à cela bien que votre capital est garanti et les frais que l'on charge peuvent atteindre un tel niveau.

Le sénateur Massicotte : Même si on présente un prospectus, cela ne change pas grand-chose. Généralement les investisseurs ne lisent pas ce document. Et le but principal est que les institutions avisent clairement et que les vendeurs soient mieux informés. La lacune existe. Je pense que les règlements sont déjà adéquats.

M. St-Gelais : Du côté des billets à capital protégé, c'est la Loi sur les banques qui les régit. Elle présente des critères généraux de divulgation. La Loi sur les valeurs mobilières est plus détaillée. Est-ce qu'on demande trop d'informations? L'important c'est que ce soit écrit en langage clair et simple. Et l'autre élément que je voudrais ajouter, c'est lorsque vous exigez un document d'une institution financière, une responsabilité pour l'institution vient avec la production du document.

Le sénateur Massicotte : Et ce n'est pas le cas aujourd'hui?

M. St-Gelais : On pense que les exigences en matière de valeurs mobilières qui sont des produits similaires au billet à capital protégé sont plus grandes. On pourrait les réduire. La question est : est-ce qu'on va réduire la protection des consommateurs?

Le sénateur Massicotte : Un groupe de travail a produit un rapport le 4 octobre intitulé : *Le Canada s'engage*. Ce comité était composé de gens très habiles et compétents. Ils recommandent, contrairement à vos recommandations, de réglementer plus sévèrement tout le concept de fonds de couverture. Et surtout au point de vue des conflits d'intérêts, cela a l'air à indiquer qu'il y a un manque de transparence. Je comprends que vous n'êtes pas d'accord avec le rapport. Vous dites qu'effectivement les réglementations sont adéquates sauf pour les PPN mais le reste a l'air acceptable. Pouvez-nous expliquer pourquoi vous n'êtes pas d'accord avec le rapport?

[*Traduction*]

M. Wilson : Nous sommes d'accord avec l'essentiel de ce rapport. Comme je le disais tout à l'heure, au Canada, les gérants de portefeuille sont enregistrés, mais pas les administrateurs de

which you refer, recommended that we register the administrators as well. We will be recommending that next year.

If both the portfolio manager and the administrator are registered, then conflicts of interest between them can be overseen by the regulators. Mr. St-Gelais and I both support proceeding on that recommendation of the Allen report with respect to registering the administrator.

Senator Massicotte: What are your thoughts on the other recommendations, to ensure that there is a better summary offering?

The Chairman: This is an important question and I do not mean to short-circuit it, but could you respond to the recommendations in the Allen report and respond to Senator Massicotte in a complete way, indicating what you agree with and what you do not? That will give us insight as to where you think we should be going. It will answer more fully Senator Massicotte's question.

Before we decide whether there should be increased regulation — and we are still open-minded about that — we would like to hear from the industry to see what they think is the most viable way to go about it. We will then determine whether or not we accept your recommendations. We want the best information and advice we can get.

Please go through them *seriatim* and give us an aide-mémoire.

Mr. Wilson: Are you are giving us time to do that and get that back to the committee?

The Chairman: Yes.

Mr. Wilson: We can do that. We have looked at it. We have not studied it fully.

The Chairman: If you have not made up your mind, put a question mark on it. We are trying to get a consensus on where we should be going.

[*Translation*]

Senator Goldstein: Thank you for coming. It is always a pleasure to listen to you.

[*English*]

I have three questions, one following Senator Massicotte's question.

Dealing with the licensing or registration of individuals who are involved, you have told us that the distributors are regulated but the managers are not. Is that correct?

Mr. Wilson: The portfolio managers are registered. The distributors are registered. The administrators are not, but we will propose year next year that they be registered.

portefeuille. Le rapport Allen, dont vous parliez, recommande que nous enregistrions également les administrateurs et c'est ce que nous allons recommander de faire l'année prochaine.

Si le gérant et l'administrateur de portefeuille étaient tous deux enregistrés, les commissions de réglementation pourraient arbitrer les conflits les opposant. M. St-Gelais et moi-même souhaitons que l'on donne suite à la recommandation du rapport Allen au sujet de l'enregistrement des administrateurs.

Le sénateur Massicotte : Que pensez-vous des autres recommandations, de celles concernant l'amélioration des notices d'offre?

Le président : C'est une question importante que je ne veux pas court-circuiter, mais pourriez-vous nous répondre au sujet des recommandations du rapport Allen et donner une réponse complète à la question du sénateur Massicotte en indiquant ce avec quoi vous êtes d'accord et ce avec quoi vous n'êtes pas d'accord? Cela nous donnera une idée du genre de chose que vous aimeriez nous voir faire. Et puis, vous répondrez ainsi plus complètement à la question du sénateur Massicotte.

Avant que nous ne décidions de resserrer la réglementation — et nous n'avons pas d'idée arrêtée à ce sujet — nous aimerions recueillir le point de vue de l'industrie pour déterminer la façon la plus viable de procéder. Nous verrons ensuite si nous acceptons ou pas vos recommandations. Nous voulons d'abord recueillir les meilleurs renseignements et conseils possibles.

Pourriez-vous nous faire une analyse dossier par dossier et nous dresser un pense-bête.

M. Wilson : Pourriez-vous nous donner un peu de temps pour préparer tout cela et le transmettre ensuite au comité?

Le président : Oui.

M. Wilson : Eh bien, c'est ce que nous allons faire, nous allons examiner la question, parce que nous ne l'avons pas encore étudiée à fond.

Le président : Si vous ne vous êtes pas encore fait d'idée, mettez un point d'interrogation. Nous essayons de dégager un consensus sur l'orientation à prendre.

[*Français*]

Le sénateur Goldstein : Je vous remercie d'être venus. Cela nous fait toujours plaisir de vous entendre.

[*Traduction*]

J'ai trois questions à vous poser, dont une qui fait suite à celle du sénateur Massicotte.

Vous nous avez dit, à propos de l'enregistrement des courtiers, que les distributeurs sont réglementés, mais pas les gérants. C'est cela?

M. Wilson : Les gérants de portefeuille sont enregistrés, ainsi que les distributeurs. Ce sont les administrateurs qui ne sont pas enregistrés, mais l'an prochain nous allons proposer qu'ils le soient.

Senator Goldstein: What happens if a fund is in fact an FOHF, a fund of hedge funds, where the administrators and distributors of the hedge funds underlying the hedge fund are not registered? How do you deal with transparency problems in those situations?

Mr. Wilson: The person putting together the fund of fund would be registered. Your question is what they are buying. We do not have a requirement that assets that go into a fund of funds pool are all hedge funds registered in Canada. They may be hedge funds from outside of Canada.

Senator Goldstein: That is the point. I know that you do not. How does one deal with the transparency needs of those kinds of investments? If I buy a fund which in turn is a fund of hedge funds, how will I be protected?

Mr. Wilson: The person putting together the fund of funds will tell you what he can about your investment. You would be a sophisticated investor.

Senator Goldstein: Let us not talk about me, because I qualify. Let us talk about the man in the street who does not qualify.

Mr. Wilson: The fund of funds that is sold to a man in the street has a prospectus. The prospectus would have full disclosure at the outset and continuous disclosure every quarter until the fund is wound up.

Senator Goldstein: How do you deal with serial risk issues, where you get a host of hedge funds in, as it turns out, the same investment, the same risk, without perhaps the knowledge that six or seven or 12 of them are all betting on the price of oil in 2007?

Mr. Wilson: You are referring to the systemic risk issue. We securities regulators are not explicitly mandated to look at systemic risk, but we talk to our colleagues at OSFI and the Bank of Canada about that subject. We meet with them every quarter to talk about a number of issues, but we do not specifically, as securities regulators, focus on that issue.

Senator Goldstein: How would the systemic risk be susceptible to being managed?

Mr. Wilson: It would be better to ask your question to witnesses from OSFI or the Bank of Canada, or our friend from the Department of Finance, who will testify later.

The Chairman: In New York, Senator Goldstein asked the Americans the same question. One expert suggested that there be a clearing house. This is not dissimilar to the situation that existed before the banks had a clearing house for cheques. There were a lot of what we call scaffolding risks, where there was risk on top of risk, and no one knew whether the risks were accumulated in one place. I do not think OSFI necessarily looks at that. The suggestion was made that a clearing

Le sénateur Goldstein : Qu'advient-il si un fonds est un fonds de fonds de couverture, étant donné que les administrateurs et les distributeurs des fonds de couverture sous-jacents ne sont pas enregistrés? Comment assurer la transparence dans ce genre de situation?

M. Wilson : L'administrateur du fonds de fonds de couverture serait enregistré, mais la question est plutôt de savoir ce qu'il achète. Nous n'exigeons pas que les actifs constituant un fonds de fonds soient tous des fonds de couverture enregistrés au Canada. Il peut s'agir de fonds de couverture étrangers.

Le sénateur Goldstein : C'est précisément ce dont il s'agit. Cela ne vous incombe pas, mais qui assure la transparence de ce genre d'investissement? Si j'achète un fonds qui se trouve être un fonds de fonds de couverture, comment serai-je protégé?

M. Wilson : La personne qui fera le montage du fonds de fonds de couverture vous dira ce qu'il peut faire avec votre argent. Il faudrait cependant que vous soyez un investisseur averti.

Le sénateur Goldstein : Ne parlons pas de moi, parce que c'est mon cas. Parlons de l'homme de la rue, qui n'est pas admissible dans cette catégorie.

M. Wilson : Le fonds de fonds qui peut être vendu à l'homme de la rue est décrit dans un prospectus. Ce prospectus dévoile, d'entrée de jeu, tout ce qui concerne le placement et la divulgation se poursuit ensuite, tous les trimestres, jusqu'à échéance du produit.

Le sénateur Goldstein : Que faites-vous au sujet des risques en cascade, quand il y a une pléthore de fonds de couverture qui, en fin de compte, ne constituent qu'un seul et même placement, un même risque, parce qu'on ignore que six, sept ou douze d'entre eux parient sur le cours du pétrole en 2007?

M. Wilson : Vous parler là du risque systémique. Il se trouve que les organismes de réglementation n'ont pas explicitement pour mandat de s'occuper du risque systémique, mais nous sommes en liaison avec nos homologues du BSIF et de la Banque du Canada à ce sujet. Nous les rencontrons tous les trimestres pour parler d'un certain nombre de choses avec eux, mais en tant qu'organisme de réglementation, nous ne nous occupons pas spécifiquement de ce genre de question.

Le sénateur Goldstein : Comment pourrait-on gérer le risque systémique?

M. Wilson : Il vaudrait mieux que vous posiez cette question aux témoins du BSIF ou de la Banque du Canada, ou encore à nos homologues du ministère des Finances qui témoigneront tout à l'heure.

Le président : À New York, le sénateur Goldstein a posé la même question aux Américains. Un des experts présents a suggéré de passer par une chambre de compensation. La situation n'est pas différente de ce qui existait dans le milieu bancaire avant l'adoption du système de compensation pour les chèques. À l'époque, les risques s'accumulaient, mais personne ne savait si tous ces risques se retrouvaient en un seul et même endroit. Je ne pense pas que le BSIF se penche forcément sur ce genre de

house be in one place so the risk can be identified. That is not really regulatory; it is an oversight. Would you be opposed to that idea?

Mr. Wilson: OSFI and the Bank of Canada do look at the risk of unsettled trades and large concentrated risks in financial instruments. I think Mr. St-Gelais can answer that question.

The Chairman: I did not mean to interrupt, Senator Goldstein.

Senator Goldstein: Thank you. That was a useful interruption.

There was a lead editorial two Fridays ago in *The New York Times* on hedge funds, called "Closing in on hedge funds." I would like to refer to a small passage:

> Over the past several years, largely unregulated hedge funds have become a towering presence in the stock market, now accounting for roughly half of all trading on the New York and London exchanges. More recently, they have become major players in the debt market as lenders to companies, buyers of bank loans and investors in tricky derivative securities tied to companies' credit quality.

To what extent are Canadian hedge funds becoming involved in the purchase of debt as opposed to the purchase of shares, derivatives, et cetera?

Mr. Wilson: We do not have a detailed picture of Canadian hedge funds asset portfolios. We know the portfolio managers. Our general understanding is that Canadian-managed hedge funds can buy any asset, including debt, equity, derivative and commodities. It is an unfettered investment horizon to earn returns for their unit holders.

Senator Goldstein: You are telling us that even with the existing registration system for certain people distributing and managing hedge funds, we do not have appropriate regulation or transparency.

Mr. Wilson: We do not oversee what they invest in but we oversee their proficiency and their level of compliance with rules as they invest. We do not make investment decisions for them.

Senator Goldstein: The last question in that context is on the penultimate paragraph of this editorial, which speaks to a number of senators starting to solicit views on how Congress could improve hedge fund transparency. Do you think that there would be a way in which, aside from asking for registration, there could be such a regime, whether administered by the 10 provinces and the territories or whether administered by the federal government? I am not entering into the constitutional aspect of it because that is complicated. Could you envisage

question. Les Américains nous ont donc recommandé de mettre en place une chambre de compensation pour permettre l'identification du risque. Ce n'est pas vraiment une mesure réglementaire, mais plutôt une mesure de surveillance. Qui pourrait être contre ce genre d'idée?

M. Wilson : Le BSIF et la Banque du Canada examinent les risques associés aux transactions non réglées ainsi que les risques importants et concentrés au niveau des instruments financiers. Je pense que M. St-Gelais va pouvoir répondre à votre question.

Le président : Je ne voulais pas vous interrompre, sénateur Goldstein.

Le sénateur Goldstein : Merci, car ça en valait la peine.

Il y a deux vendredis de cela, le *New York Times* a publié un éditorial sur les fonds de couverture sous le titre « Closing in on hedge funds ». Permettez-moi de vous en lire un petit extrait :

> Ces dernières années, les fonds de couverture, essentiellement non réglementés, ont gagné en importance sur les marchés boursiers, puisqu'ils représentent maintenant près de la moitié de toutes les transactions des bourses de New York et de Londres. Ils sont même récemment devenus des joueurs de premier rang sur le marché de la dette en qualité de prêteurs à des entreprises, à d'acheteurs de prêts bancaires et à des investisseurs dans des produits dérivés peu évidents qui dépendent de la qualité du crédit des entreprises.

Dans quelle mesure les fonds de couverture canadiens sont-ils présents sur le marché de la dette plutôt que sur celui des actions, des produits dérivés et autres?

M. Wilson : Nous ne savons pas exactement ce qu'il en est de la situation des portefeuilles d'actif des fonds de couverture canadiens. Nous connaissons celle des gestionnaires de portefeuille. D'une façon générale, nous pensons que les fonds de couverture gérés par des Canadiens peuvent acheter n'importe quel actif, notamment des dettes, des titres, des produits dérivés et des produits de base. Il n'existe en fait aucune limite à la quête d'un rendement maximum pour les détenteurs de blocs de titre.

Le sénateur Goldstein : Autrement dit, malgré l'actuel système d'enregistrement de certains distributeurs et gérants de fonds de couverture, notre règlement et la transparence font problème.

M. Wilson : Nous ne surveillons pas les stratégies de placement de ces gens-là, mais leurs compétences et la mesure dans laquelle ils se conforment aux règles d'investissement. Nous ne prenons pas les décisions d'investissement à leur place.

Le sénateur Goldstein : La dernière question à ce sujet découle de l'avant-dernier paragraphe de cet éditorial qui explique qu'un certain nombre de sénateurs commencent à recueillir des points de vue sur la façon dont le Congrès pourrait améliorer la transparence des fonds de couverture. Pensez-vous qu'il existe un régime, administré par les 13 provinces et territoires ou par le gouvernement fédéral, qui pourrait nous permettre de parvenir à ce résultat, outre l'obligation faite aux gens de s'enregistrer? Je ne veux pas me lancer dans un débat constitutionnel, parce que ce

some transparency, available within Canada on an ongoing basis, recognizing that some hedge funds in Canada invest in hedge funds that are not in Canada?

Mr. Wilson: It is possible that a hedge fund trade association such as AIMA Canada, for example, could be asked or mandated to produce that kind of information.

Mr. St-Gelais: That would be possible. It depends on whether you are asking for more transparency on an ongoing basis, as we do for securities regulations. That usually requires a large set of descriptive, detailed regulations on how to proceed with the information. You would be asking AIMA Canada to provide information, which is different. It is also possible that the more large, institutional investors invest in those products, the more they will ask for additional disclosure on what they are buying and will ask credit rating agencies for more information. That, combined with the particularity of the investment pool funds, would raise the transparency. Would we need to add to that? We are not at stage of stepping into heavy regulation.

Senator Goldstein: That is not on your radar screens at the moment.

Mr. Wilson: On our radar screen are overseeing the registering of portfolio managers and administrators and closing the principal protected notes gap to ensure that registered sales people are selling suitable products. That is a quick summary of our priorities.

Senator Goldstein: Setting aside both constitutional issues and the definition of your mandate, given that your positions are statutory in nature, is it advisable that you should have some ability as regulators to impose obligations of greater transparency?

Mr. Wilson: As regulators, we do not like to impose obligations unless there will be a benefit from that imposition. We would want to study the benefits of imposing obligations.

[*Translation*]

Senator Goldstein: Is this also your answer?

Mr. St-Gelais: I agree with Mr. Wilson, but we are never opposed to too much power if you leave us free to choose.

[*English*]

Senator Moore: I am confused about how a fund starts and what a manager is and what an administrator is.

serait trop compliqué, mais pourrait-on trouver une façon d'instaurer une transparence soutenue au Canada en prenant acte du fait que certains fonds de couverture sont investis dans d'autres fonds de couverture qui, eux, sont étrangers?

M. Wilson : Il serait toujours possible de demander à une association de fonds de couverture, comme AIMA Canada, de produire ce genre d'information, ou on pourrait lui en donner le mandat.

M. St-Gelais : Oui, ce serait possible, mais il faut voir si vous réclamez une plus grande transparence en permanence, comme l'exigent les règlements sur les valeurs mobilières. Une telle exigence nécessite normalement l'adoption d'une impressionnante masse de règlements très détaillés précisant la façon de traiter l'information. Â ce moment-là, vous devriez demander à AIMA Canada de vous fournir des renseignements, ce qui est quelque chose de différent. Par ailleurs, plus nombreux seront les gros investisseurs institutionnels à investir dans ce genre de produit et plus ils réclameront des renseignements supplémentaires sur ce qu'ils achètent et plus ils se renseigneront auprès des agences de notation. Tout cela, combiné aux particularités des fonds de placements communs, contribuerait à accroître la transparence. Aurions-nous vraiment besoin d'ajouter quelque chose? Je dirais que nous ne sommes pas au stade où nous devons adopter des règlements contraignants.

Le sénateur Goldstein : Ce n'est donc actuellement pas ce que vous visez.

M. Wilson : Ce que nous visons pour l'instant, c'est l'enregistrement des administrateurs comme des gérants; nous voulons aussi combler le vide réglementaire dans le cas des billets à capital protégé pour nous assurer que les vendeurs enregistrés vendent des produits convenant à leurs clients. Voilà, brièvement résumées, quelles sont nos priorités.

Le sénateur Goldstein : Laissons de côté les questions constitutionnelles et ce que dit votre mandat, étant donné que votre position s'appuie sur la loi; estimez-vous être en mesure, en qualité d'organisme de réglementation, d'imposer une plus grande transparence?

M. Wilson : Les organismes de réglementation n'aiment pas imposer, à moins qu'il y ait vraiment quelque chose à en retirer. Avant d'agir, nous étudierions les avantages associés à l'imposition d'une obligation.

[*Français*]

Le sénateur Goldstein : Est-ce votre réponse aussi?

M. St-Gelais : Je suis d'accord avec M. Wilson, mais nous ne sommes jamais opposés à trop de pouvoir si vous nous laissez libres de choisir.

[*Traduction*]

Le sénateur Moore : Je ne comprends pas très bien comment on fait pour lancer un fonds, ni ce que sont un gérant et un administrateur.

Does an investment house decide it will establish a fund to provide investment in certain areas of activity in the economy? Do they have to say what area they will invest in? Does every fund have a closing date? What does the manager do versus what the administrator does? One is registered and one is not.

Then, I will ask about the principal protected notes.

Mr. Wilson: On your first two or three questions, it varies a great deal as to what assets they choose to invest in.

Senator Moore: Who are "they?"

Mr. Wilson: The people starting the hedge fund. They are the portfolio managers in concert with the portfolio administrator, both of which I will explain.

There is much variety with different strategies, markets and approaches. There is no cookie-cutter or one-size-fits-all plan that describes what everyone in the hedge fund business does when they set up shop. I will try to be clear about the functions performed by the two bodies we have described today.

The portfolio manager decides what assets to buy and sell and what structures to put in place in the asset portfolio. That is the entity that is currently registered in Canada.

The fund administrator organizes the financial statements, communications with investors and evaluation of the assets and, at each month-end or quarter-end, the marketing plans to sell additional units through registered brokers.

Senator Moore: Is he the salesman?

Mr. Wilson: One of his functions is to ensure that salesmen are aware of the product. The fund administrator develops marketing strategies and keeps track of the numbers.

Senator Moore: Do the administrator and the manager both work for the same brokerage house?

Mr. Wilson: They are typically owned by people who are sponsoring the hedge fund. At times the manager is out-sourced and is hired to do the work by a hedge fund founder. Brokerage houses are the distributors. Most hedge funds are not founded and managed by brokerage houses. Brokerage houses distribute the hedge fund investment securities — the securities that people put by when they put their money into a hedge fund.

Senator Moore: The manager does the research regarding where the investment should be?

Mr. Wilson: The portfolio manager does that research.

Senator Moore: Are the fund manager and the portfolio manager the same person?

Une firme de placement peut-elle décider de créer un fonds afin d'investir dans certains domaines de l'activité économique? La firme doit-elle préciser dans quel secteur elle va investir? Est-ce que tous les fonds comportent une date d'échéance? Que fait le gérant par rapport à l'administrateur? L'un est enregistré et l'autre pas.

Après cela, je vous poserai une question sur les billets à capital protégé.

M. Wilson : Pour répondre à vos deux ou trois premières questions, je dirais que cela dépendra beaucoup du genre d'actifs dans lesquels ils décident d'investir.

Le sénateur Moore : C'est qui « ils »?

M. Wilson : Ceux qui ont mis sur pied le fonds de couverture. Il s'agit des gérants de portefeuille qui travaillent en collaboration avec l'administrateur du portefeuille, deux fonctions que je vais vous expliquer tout à l'heure.

Il existe toute une gamme de stratégies, de marchés et d'approches possible. En fait, il n'y a pas de plan universel susceptible de décrire ce que font les gens dans l'univers des fonds de couverture quand ils mettent sur pied un tel instrument. Je vais essayer de vous préciser les fonctions assumées par les deux entités dont nous avons parlé aujourd'hui.

Le gérant de portefeuille, lui, décide du genre d'actif à acheter et à vendre et de la structure à mettre en place dans le portefeuille d'actifs. C'est lui qui est enregistré au Canada.

L'administrateur du fonds prépare les rapports financiers, s'occupe des communications avec les investisseurs et de l'évaluation des actifs et, à la fin de chaque mois ou de chaque trimestre, il produit les plans de commercialisation portant sur la vente de blocs supplémentaires par l'intermédiaire des courtiers enregistrés.

Le sénateur Moore : C'est lui qui vend?

M. Wilson : Il a notamment pour fonction de veiller à ce que les vendeurs soient au courant du produit. L'administrateur du fonds élabore les stratégies de commercialisation et tient la comptabilité.

Le sénateur Moore : Est-ce que l'administrateur et le gérant travaillent tous deux pour la même firme de placement?

M. Wilson : En règle générale, ils travaillent pour celui qui a commandité le fonds de couverture. Il arrive que le gérant soit un contractuel, engagé par le créateur d'un fonds de couverture pour faire le travail. Les firmes de courtage se chargent de la distribution et il est rare qu'elles lancent et administrent les fonds de couverture. Elles distribuent en fait les titres de placement dans les fonds de couverture, que les investisseurs achètent quand ils placent leur argent dans un fonds de couverture.

Le sénateur Moore : Est-ce que le gérant effectue des recherches sur les placements désirables?

M. Wilson : C'est le gérant de portefeuille qui s'en occupe.

Le sénateur Moore : Le gérant du fonds et le gérant de portefeuille sont-ils la même personne?

Mr. Wilson: No. The fund administrator does the administration and the fund portfolio manager invests the assets. They are two distinct functions.

Senator Moore: The portfolio manager and the fund manager are the same person.

Mr. Wilson: The portfolio manager performs one function and the fund administrator performs another function.

Senator Moore: The windup, or closing, date, varies depending on the area of the investment and what the creator of the fund decides?

Mr. Wilson: That is correct.

Senator Moore: Is the fund registered or is only the fund manager registered?

Mr. St-Gelais: The portfolio manager is registered. Perhaps I did not answer that properly before. In order to register as a portfolio manager, an individual needs to complete certain courses — chartered financial analyst, level 1, and certified investment management — plus have five years of industry experience.

Senator Moore: Who started up the principal protected notes? How long have they been on the market?

Mr. Wilson: Principal protected notes other than plain bank deposits have been around for 10 or 15 years. They started to gather speed during the period of the Internet bubble on the stock markets. People bought over-the-counter guaranteed investment certificates, GICs, at their banks where the interest rate was indexed to the NASDAQ index. That is how it all began. In the last few years, the quantity of these principal protected notes has grown substantially, to around Can. $30 billion, all in the hands of small investors.

Senator Moore: I think you said $8 billion of that is linked to hedge fund performance. Can you explain how that works? I go into the bank and the bank manager says, "Well you have $20,000 in your account. I can put that in an investment for you. I recommend a principal protected note." I say okay, and he takes that money and does what with it with regard to this hedge fund example? What happens?

Mr. St-Gelais: The return is promised over seven, eight or ten years and is linked to the performance of those hedge funds.

Mr. Wilson: In the worst case, you will get your $20,000 back in seven years. In the best case, you will get your $20,000 back plus an annual return of 10 per cent, 12 per cent or 14 per cent. It is unknown. It is at risk.

[*Translation*]

Senator Hervieux-Payette: I have noted that with the natural resources, oil, gas, mines, et cetera. I was wondering whether a public company that has stocks or bonds, would set up a hedge

M. Wilson : Non. L'administrateur du fonds s'occupe de l'administration et le gérant du portefeuille investit les actifs. Ce sont deux fonctions différentes.

Le sénateur Moore : Le gérant de portefeuille et le gérant de fonds sont la même personne.

M. Wilson : Le gérant de portefeuille remplit une fonction et l'administrateur du fonds en remplit une autre.

Le sénateur Moore : La date d'échéance varie-t-elle selon le secteur dans lequel les fonds sont investis et suivant ce que décide le créateur du fonds?

M. Wilson : Oui.

Le sénateur Moore : Est-ce que le fonds aussi est enregistré ou est-ce que seul le gérant l'est?

M. St-Gelais : Le gérant de portefeuille est enregistré. Je n'ai peut-être pas correctement répondu à votre question tout à l'heure. Pour s'enregistrer en qualité de gérant de portefeuille, il faut avoir suivi certains cours — d'analyste financier agréé de niveau 1 et de conseiller en placements agréé — et posséder cinq ans d'expérience dans l'industrie.

Le sénateur Moore : Qui a imaginé les billets à capital protégé? Depuis quand sont-ils sur le marché?

M. Wilson : Sauf pour ce qui est de la formule simple des dépôts bancaires, cela fait 10 ou 15 ans que les billets à capital protégé existent. Ils ont commencé à gagner en popularité dans la période de la bulle des « point com » en bourse. Les gens achetaient des certificats de placement garanti hors bourse, les CPG, auprès de leur banque et les taux d'intérêt étaient indexés sur le NASDAQ. C'est ainsi que tout a débuté. Ces dernières années, on a constaté que de plus en plus de billets à capital protégé sont en circulation, puisqu'ils représentent quelque 30 milliards de dollars canadiens et qu'ils sont tous détenus par des petits investisseurs.

Le sénateur Moore : Vous avez dit, je crois, que 8 milliards de cette somme sont investis dans des fonds de couverture sous-jacents. Pouvez-vous nous expliquer comment cela fonctionne? Je me rends à ma banque et mon directeur me dit « Vous avez 20 000 $ dans votre compte que je pourrais investir pour vous. Je vous recommande d'acheter un billet à capital protégé ». Je lui réponds que je suis d'accord, il prend l'argent et qu'en fait-il à partir de ce moment-là, dans le cas d'un fonds de couverture? Que se passe-t-il?

M. St-Gelais : Le rendement promis sur sept, huit ou 10 ans dépend du rendement des fonds de couverture sous-jacents.

M. Wilson : Donc, dans le pire des cas, on récupère ces 20 000 $ au bout de sept ans. Dans la meilleure des hypothèses, on récupère 20 000 $ augmentés d'un rendement annuel de 10, 12 ou 14 p. 100. Cette partie là, cependant, c'est l'inconnu et c'est donc le risque.

[*Français*]

Le sénateur Hervieux-Payette : J'ai constaté cela dans les ressources naturelles, le pétrole, le gaz, les mines, et cetera. Je me demandais si une entreprise à la bourse qui a des actions, des

fund to make an acquisition? Is there not a conflict between the interests of stockholders, bondholders and those who purchase securities linked to a hedge funds or a speculative fund? When we say speculative fund, it sounds risky. When we say hedge fund, the "risk" does not seem so big. But I was wondering whether there is not a conflict between the various investors when a single company is involved in different instruments.

Mr. St-Gelais: I think that your question may cover various elements of what is determined by the regulatory framework of financial institutions. It is not impossible, for example, for an issuer who wants to expand to use some financial instruments such as hedge funds for his own company. If the sector is a risky one, he can use it to reduce the risk and take advantage of bigger returns. But if he wants to get into another strategy, it is a matter of governance. Some have described hedge funds as "pressure funds" and others have called them "terrorist funds," because they are very aggressive. This is linked to the governance of the company.

Mr. Yvan Allaire, of the Institut des administrateurs de sociétés in Quebec, whom you must know, recently wrote an article in the review *Forces* about whether we should let hedge funds adopt very aggressive positions so as to force mergers, force acquisitions. This would not necessarily be to the advantage of minority shareholders in the company. That raises the following question: from the time when someone puts his money at risk in the same capacity as other shareholders, why would he have a smaller or larger voice than anyone else? This is a complex issue.

Senator Hervieux-Payette: Generally, the return will not be the same. With a bond, the ROI is preset. In this case, the return is increased. The more speculative it is, the greater the return is.

Mr. St-Gelais: Or is not there.

Senator Hervieux-Payette: But if there is no return, I do not see why 40 per cent of pension funds are investing in these financial instruments. My understanding was that the proliferation of this financial instrument was due to the fact that, with it, there was no longer any need to aim for good returns on shares, no need to pay dividends and no need to increase the value of shares. So the very creative and imaginative people of the financial sector came up with another way of attracting investors. Is there a real value in this? What I am talking about is the possible conflict between different investors in the same company. With a public issue, you have a say because you receive the company's financial statement. It seems to me, however, that if this company gets involved in financial instruments in respect of which there is no disclosure requirement, the company's future may be compromised. And the other, less speculative instruments, with lower returns, may be placed at risk. How does one reconcile these factors and what do you suggest so that companies do not rush into these instruments and make acquisitions that may actually be ill advised?

obligations, ferait appel à un fonds de couverture pour faire des acquisitions? N'y a-t-il pas un conflit entre les intérêts des actionnaires, des détenteurs d'obligations et ceux qui achèteraient des titres liés à un fonds de couverture ou un fonds spéculatif? Quand on dit un fonds spéculatif, cela sonne comme un risque. Quand on dit fonds de couverture, le mot « risque » semble un peu moins grand. Mais je me posais la question à savoir s'il n'y avait pas un conflit entre les différents investisseurs puisqu'on prendrait différents outils pour une seule entreprise.

M. St-Gelais : Je pense que votre question peut couvrir divers éléments de ce qu'on fait dans la réglementation des institutions financières. Il n'est pas exclu que, par exemple, un émetteur qui veut prendre de l'expansion, peut utiliser des instruments financiers comme les fonds de couverture pour les fins de sa propre entreprise. Si c'est un secteur risqué, il peut l'utiliser pour réduire le risque et profiter des rendements plus grands. Mais s'il veut entrer dans une autre stratégie, c'est une question de gouvernance. Certains les ont qualifiés de « pression » ou d'autres ont appelé les fonds de couverture «terroristes», pour avoir des vues très agressives. C'est lié à la gouvernance de l'entreprise.

M. Yvan Allaire, de l'Institut des administrateurs de sociétés au Québec que vous connaissez sûrement a écrit récemment dans la revue *Forces* un article à savoir si on doit laisser les fonds de couverture adopter des positions très agressives pour forcer des fusions, forcer des acquisitions. Ce ne serait pas nécessairement à l'avantage des actionnaires minoritaires de l'entreprise. Cela pose la question suivante : à partir du moment où quelqu'un met son argent à risque au même titre que les autres actionnaires, pourquoi aurait-il une voix moins ou plus grande qu'une autre? C'est une question complexe.

Le sénateur Hervieux-Payette : Généralement, le rendement ne sera pas le même. L'obligation s'est déjà arrêtée. On a haussé le rendement. Plus c'est spéculatif, plus le rendement est grand.

M. St-Gelais : Ou il n'est pas là.

Le sénateur Hervieux-Payette : Mais s'il n'y a pas de rendement, je ne vois pas pourquoi il y aurait 40 p. 100 des fonds de pension qui investiraient dans ces outils financiers. Et ce que j'ai pu imaginer, la progression de cet outil financier, c'était justement parce que les rendements des actions n'étaient pas nécessaires — les dividendes ne sont pas très nombreux et l'augmentation de la valeur des actions non plus. À ce moment, les gens très créatifs et imaginatifs du secteur financier trouvent un autre moyen d'attirer les investisseurs. Est-ce qu'une valeur réelle est attachée à cela? Je parle du conflit qu'il peut y avoir entre les différents investisseurs dans la même entreprise. Et je me dis que si vous avez un mot à dire parce que vous recevez le rapport annuel parce que c'est une campagne qui est publique, si cette compagnie s'en va dans des instruments financiers auxquels vous n'avez pas accès à l'information, cela a un impact sur l'avenir de cette compagnie. Et vous mettez à risque les autres qui seraient moins spéculatifs mais dont le rendement ne serait pas aussi élevé. Comment réconcilie-t-on et que suggérez-vous pour qu'il n'y ait pas de course à aller dans ces outils, effectivement pour des acquisitions qui parfois ne seraient pas très sages.

Mr. St-Gelais: What is being asked for with disclosure, with prospectuses, is that Canadian issuers completely disclose what they are doing. From the time they have disclosed what they are doing and they invest in a hedge fund, no one is going to ask about the soundness of the investment. If the investor has the information, we stop there. Second, why are hedge funds successful? We think in general, and the majority of analysts agree, that, by getting into areas of activity where other traditional investors cannot go, they are going to make up for the deficiencies and inefficiencies of the markets and that is where they are going to seek additional returns that others cannot go after. Having the freedom to invest in anything, anywhere, gives them an advantage over others and it is beneficial. But it raises questions of disclosure.

M. St-Gelais : Ce qu'on demande dans la divulgation, dans les prospectus, c'est que les émetteurs canadiens divulguent ce qu'ils font complètement. À partir du moment où ils ont divulgué ce qu'ils font, ils investissent dans un fonds de couverture, on ne va pas questionner le bien-fondé de l'investissement. Si l'investisseur avait l'information, on s'arrête là. Deuxièmement, pourquoi les fonds de couverture ont des succès? On pense en général, la majorité des analystes est d'accord, qu'en allant dans des secteurs d'activité où d'autres investisseurs traditionnels ne peuvent pas aller, ils vont compléter les déficiences et les inefficacités du marché et c'est là qu'ils vont chercher des rendements additionnels que d'autres ne peuvent pas aller chercher, ayant la liberté d'investir dans n'importe quoi, n'importe où, cela leur donne un avantage sur les autres et c'est bénéfique. Les questions de divulgation se soulèvent.

[*English*]

Senator Moore: Mr. Wilson, I think you mentioned that these principal protected notes are sold as bank deposits. How? When you put your money into your bank account, that is not a selling transaction. How are these notes determined to be a bank deposit? It looks to me like it is the selling of an investment vehicle.

[*Traduction*]

Le sénateur Moore : Monsieur Wilson, je pense vous avoir entendu dire que ces billets à capital protégé sont vendus en tant que dépôts bancaires. Comment cela se fait-il? Quand on place son argent dans un compte bancaire, ça n'a rien à voir avec une transaction boursière. Comment en est-on venu à déterminer que ces billets sont des dépôts bancaires? J'ai l'impression qu'ils correspondent beaucoup plus à un véhicule de placement.

Mr. Wilson: To answer your question, I have to get into some detail. There are two classes of principal protected notes. Some are deposits. GICs are sold over the counter in branches, but the interest rate is tied to another index, and there are notes issued by banks that are sold through brokerage firms and mutual fund dealers for a commission. They are the same sort of product. The principal is guaranteed by a bank in both cases, and the return is invested in some riskier element. The interest is invested in some riskier element, and the capital is guaranteed at the end of the term. Stock-indexed GICs are one form, and principal protected notes is another name for the same sort of instrument, but they are all issued off the balance sheet of a bank.

M. Wilson : Je vais devoir un peu rentrer dans le détail pour répondre à votre question. Il existe deux catégories de billets à capital protégé. Certains sont des dépôts. Les CPG hors cote sont vendus dans les succursales, mais leur taux d'intérêt est lié à la performance d'un indice; et puis, il y a des billets émis par des banques qui sont vendus par des maisons de courtage et des courtiers en fonds communs de placement, moyennant commission. Il s'agit du même genre de produit. Le capital est garanti par la banque dans les deux cas et les intérêts dégagés sont investis dans des éléments plus risqués. Le rendement est fonction d'un placement dans un instrument à risque et le capital est garanti à échéance. Les CPG cotés en bourse sont un instrument de ce genre et les billets à capital protégé en sont un autre, mais il s'agit des mêmes produits qui apparaissent au bilan de la banque.

Senator Moore: They are. Is it an accurate description of what they are to say that a deposit is invested in a hedge fund?

Le sénateur Moore : Ah bon! Et est-ce bien indiqué qu'il s'agit d'un dépôt investi dans un fonds de couverture?

Mr. Wilson: The bank gets the money and promises to pay it back. It is the return on the money during the period the bank holds that is put at risk.

M. Wilson : La banque s'engage à rembourser la somme qu'on lui a confiée. Ce sont les intérêts réalisés sur le placement qu'elle conserve et réinvestit dans des instruments à risque.

The Chairman: Let me, if I can, briefly sum up. In the United States there is no regulation, and what we have here in Canada we would consider light regulation, because essentially it does not touch the subject matter of the investment pool. It deals with the investment advisors and the administrators, and that is the control. As Senator Tkachuk and Senator Massicotte said, this relies on the *caveat emptor* of the investors, who in turn rely on the skilled or experienced portfolio managers and administrators. Is that right?

Le président : Voyons si je parviens à résumer brièvement. Aux États-Unis, il n'existe pas de règlement et ce que nous avons au Canada est plutôt léger comme réglementation, parce qu'elle ne porte pas sur les consortiums d'investissement. Notre réglementation concerne les conseillers en placement et les administrateurs de fonds, et le contrôle ne va pas plus loin. Comme les sénateurs Tkachuk et Massicotte vous l'ont dit, tout repose sur le principe voulant que l'acheteur doit prendre garde et qu'il doit s'en remettre à des gérants et à des administrateurs de portefeuille compétents et expérimentés. C'est cela?

Mr. Wilson: That is an excellent summary, senator.

M. Wilson : Excellent résumé, sénateur.

The Chairman: On June 28 — and I thank Senator Angus for bringing this to my attention — the chairman of the United States Senate Committee on the Judiciary noted that hedge funds are estimated to trade in North America between $1.5 trillion to $3 trillion in securities every year. It is growing, as you have said, in leaps and bounds with a compound rate of 30 per cent per year essentially on market funds.

Then we have a situation — and this is along Senator Massicotte's line of questioning, with which I agree — where this is essentially a blind trust. Sophisticated investors put their money towards a blind trust, relying on the administrators or portfolio managers to manage the funds subject to a document that might outline a process but might say nothing. They just tell you they will invest your funds. They can leverage it as much as they want: 100 per cent or 200 per cent or 300 per cent based on whatever leverage they can obtain in the marketplace onshore or offshore.

Mr. Wilson: Agreed.

The Chairman: The question many of us have is this: What about the potential conflicts of interest here? They are not regulated at all. Managers can be buying, selling, self-trading or self-dealing. Essentially, conflicts of interest are not being monitored.

I believe Senator Angus learned in New York that the industry said this area is replete with conflicts. One will never catch them all, and there is no way of handling them because of the burgeoning funds. I do not want to quote Senator Angus out of context, but I believe that is correct. Is that a fair conclusion?

Mr. Wilson: The conflicts of interest I think you are referring to are between the managers of the funds and the fund investors themselves. There is no regulatory oversight to ensure that the conflicts are managed fairly because there is no board of directors or oversight committee.

The Chairman: To use an extreme case, somebody could invest $500 million in one of these burgeoning funds, and that could be on condition that those monies would be reinvested in assets or interests they have, and there would be nothing to monitor or prevent that.

Mr. Wilson: There is no regulatory oversight for sophisticated investors putting money in. They must pick the right manager who is, in their opinion, trustworthy, but managers can make mistakes.

The Chairman: I understand. It is a blind trust relying on the reliable trust of your steward.

Let me conclude with a little problem that Senator Angus and I found amusing and interesting. We looked at the Amaranth situation in the United States. We were told it was a $4-billion loss, but the good news was that the market was able to absorb it and it did not affect the economy. Then we discovered, to our

Le président : Le 28 juin — et je tiens à remercier le sénateur Angus d'avoir porté cela à mon attention — le président du comité de la justice du Sénat des États-Unis a estimé que les transactions réalisées par les fonds de couverture sur le marché boursier américain représentent entre 1,5 et 3 billions de dollars chaque année. Comme vous l'avez dit, on assiste à une très forte progression à raison d'un taux composé de 30 p. 100 par an, surtout pour ce qui est des fonds en bourse.

Et puis, il y a le fait qu'on se retrouve dans la situation — et je suis tout à fait d'accord avec le sénateur Massicotte qui vous posé des questions à ce sujet — où il s'agit essentiellement d'une fiducie sans droit de regard. C'est comme si les investisseurs avertis plaçaient leur argent dans une fiducie sans droit de regard, confiée à la bonne garde d'administrateurs ou de gérants de portefeuille qui administrent les fonds en fonction d'un document décrivant le processus, mais qui en fin de compte ne dit rien. Tout ce qu'on dit, c'est qu'on place vos fonds. L'effet amplificateur pourrait être de 100, 200 ou 300 p. 100 d'après les meilleurs instruments disponibles sur le marché boursier, au Canada et à l'étranger.

M. Wilson : D'accord.

Le président : Voici la question que beaucoup d'entre nous se posent : qu'advient-il du risque de conflit d'intérêt? Celui-ci n'est absolument pas encadré. Les gérants peuvent acheter, vendre ou faire des opérations entre initiés. Il demeure que les conflits d'intérêt ne sont pas contrôlés.

Je crois savoir que, lors de son passage à New York, le sénateur Angus a appris que, selon l'industrie, les conflits d'intérêt abondent dans ce secteur. Il ne sera jamais possible de tous les mettre au jour, ni de s'y attaquer, à cause de la croissance remarquable de ces fonds. Je ne voudrais pas citer le sénateur Angus hors contexte, mais je crois que c'est bien cela qu'il nous a dit. A-t-on raison de tirer cette conclusion?

M. Wilson : Je crois que les conflits d'intérêt dont vous parlez sont ceux qui interviennent entre les gérants des fonds et les investisseurs eux-mêmes. Il n'existe effectivement aucun moyen de s'assurer que ces conflits sont correctement gérés, parce qu'il n'existe ni conseil d'administration ni comité de surveillance.

Le président : Pour prendre un cas extrême, quelqu'un pourrait investir 500 millions de dollars dans l'un de ces fonds en pleine expansion à condition que l'argent soit placé dans des actifs ou des intérêts qu'il possède, puisque rien ne permettrait de surveiller ni d'empêcher ce genre de transaction.

M. Wilson : La réglementation ne prévoit aucun outil de surveillance pour les placements effectués par des investisseurs avertis. Ces gens-là doivent choisir le bon gérant qui, selon eux, est digne de confiance, mais il faut savoir que les gérants peuvent toujours faire des erreurs.

Le président : Je comprends. Il s'agit d'une fiducie sans droit de regard qui repose sur un lien de confiance avec le gérant.

Je conclurai en vous posant un petit problème que le sénateur Angus et moi-même avons trouvé amusant et intéressant. Nous nous sommes penchés sur la situation d'Amaranth, aux États-Unis. On nous a dit que la firme avait perdu 4 milliards de dollars, ce qui n'avait pas empêché le marché d'absorber cette perte et que

curiosity, that one of the fund managers of Amaranth was immediately able to get back into the marketplace and raise somewhere between $750 million and $1 billion. The guy struck out, and without any problem he jumped back in. Some of the people we talked to in New York, we discovered to our curiosity, supported him.

Would that situation have been caught in Canada? An expert fund manager goes down, not through his own fault but as a result of the market. Then all of a sudden he flips and goes back up. He has lost $4 billion to $6 billion, but he walks across the street and convinces people to raise more money.

Mr. St-Gelais: To our knowledge, there was no breach of law in the Amaranth case. He lost money.

The Chairman: My point is, it was not a breach of law, but it was certainly a breach of professional judgment. No, that is not fair. It was certainly a questionable judgment call, so there was no penalty or accountability or responsibility for a magnificent loss to investors. Is that a fair statement?

Mr. St-Gelais: I do not think there is any such situation here in Canada. If someone loses a lot of money, they do it in good faith.

The Chairman: To conclude, we are left with the old *caveat emptor*: Let the consumer beware. All they can be aware of is that the professional managers have a track record. After that, as my colleague has said several times in the press most recently, it is like the Wild West when it comes to the investment. Is that a fair conclusion to draw?

Mr. Wilson: I would not say the Wild West principle applies to Canada specifically; rather, it describes the hedge funds space globally. There is nothing wilder about Canada than anywhere else in the context you are describing.

The Chairman: We are also given to understand that banks and pension funds in Canada are investing heavily in these vehicles.

We can understand that the sophisticated investor is investing. We have applied a *caveat emptor* to that, as is the position of Senator Tkachuk and Senator Massicotte. It is the price of freedom.

On the other hand, the unsophisticated investor who invests through his pension fund, mutual fund or bank is now subject to the same risk. We are doing indirectly what we cannot do directly. Is that fair?

l'économie ne s'en était pas trouvée affectée. À notre grand étonnement, nous avons appris qu'un des gérants du fonds d'Amaranth était parvenu tout de suite à revenir sur le marché et à rassembler entre 750 millions et 1 milliard de dollars. Il venait de se fourvoyer, mais il n'avait eu aucune difficulté à se remettre en selle. Nous avons, par ailleurs, été étonnés de constater que certains de ceux avec qui nous nous sommes entretenus à New York l'appuyaient.

La même chose pourrait-elle se produire au Canada? Imaginons qu'un gérant de fonds expert fasse faillite, pas de sa faute, mais à cause du marché. Pourrait-il, comme ça se remettre en selle, être de nouveau actif? Il aurait perdu 4 à 6 milliards de dollars, mais il traverserait la rue et parviendrait à convaincre ses voisins d'en face qu'on peut lui confier de l'argent.

M. St-Gelais : À ce que nous sachions, il n'y a pas eu d'infraction à la loi dans le cas d'Amaranth. La firme a perdu de l'argent.

Le président : Ce que je veux dire, c'est qu'il ne s'agissait effectivement pas d'une infraction à la loi, mais très certainement d'une erreur de jugement professionnel. Eh bien, j'estime que ce n'est pas juste. La personne concernée a indéniablement pris une décision contestable et on ne lui a imposé aucune sanction, on ne lui a pas demandé de rendre de compte et on ne l'a pas tenue responsable d'une perte très conséquente pour les investisseurs. Ce n'est pas vrai?

M. St-Gelais : Je ne pense pas que ce genre de situation se soit produite ici au Canada. Il y a peut-être eu d'énormes pertes d'argent, mais tout s'est fait de bonne foi.

Le président : Pour conclure, il ne nous reste donc plus qu'à nous rabattre sur l'avertissement « acheteur prend garde ». La seule chose qui peut être connue, ce sont les antécédents du gérant professionnel, sinon, comme mon ami sénateur l'a répété à plusieurs reprises dans la presse récemment, le monde du placement tient du Far West. N'est-ce pas la conclusion qui s'impose?

M. Wilson : Je ne dirais pas que c'est le Far West au Canada en général et la description s'applique plutôt à l'univers des fonds de couverture dans le monde. Dans le contexte que vous avez décrit, ce n'est pas plus le Far West au Canada que n'importe où dans le monde.

Le président : On nous a aussi fait comprendre que les banques et les fonds de pension au Canada investissent massivement dans ces véhicules.

Nous n'avons pas de difficulté à comprendre que l'investisseur averti place son argent comme il le désire. Le principe de mise en garde de l'acheteur s'applique dans ce cas, comme l'estiment les sénateurs Tkachuk et Massicotte. C'est le prix de la liberté.

D'un autre côté, l'épargnant non averti qui investit dans le même véhicule par le truchement de son fonds de pension, d'un fonds commun de placement ou d'un dépôt bancaire, est soumis aux mêmes risques. Nous faisons donc indirectement ce qu'il n'est pas possible de faire directement. C'est cela?

Mr. Wilson: Let us use the example of the Caisse de dépôt in Quebec. They are an investor in multiple hedge funds. They invest in around 100 hedge funds. They are very sophisticated. They screen and analyze them thoroughly. The beneficiaries of the Caisse de dépôt, the citizens of Quebec, are participants in the success of those hedge funds indirectly. I do not see anything wrong with that scenario in terms of the beneficiaries of the pension funds in Quebec.

The Chairman: I am not suggesting there is anything wrong at all. I am trying to clarify for us and for the public the scope and nature of the matter we are considering. We are not meaning in any way, shape or form to be adjudicative here. The purpose of this is so that we ourselves can understand what is being discussed.

Senator Massicotte: I thought the essence of the issue was whether the investor realizes the level of risk he has taken. If he is sophisticated and he wants to reinvest some of his lost money, he has the right to make mistakes and may make the same mistakes repeatedly. You cannot legislate people losing their money.

The Chairman: There is an argument in the United States that commends itself to us. Most of the members of this committee believe in the capitalist and free market system. Whether this is the most efficient allocation of capital is a good question on the public interest side, yet there are questions as to how the investor can have some mode of understanding if there are serious questions of malfeasance. That is the issue with which we are wrestling.

We have not come to any conclusion, but we want to thank you very much for enlightening us today. This has been a very interesting and informative session.

I apologize to our next witnesses. You can see the previous witnesses went over their allocated time. We appreciate your patience. You can see the senators of this committee are trying to wrap their minds around the nature and scope of hedge funds, which are a growing phenomenon in North America.

We are delighted to have as the next witnesses Mr. Serge Dupont and Mr. Jeremy Rudin from the Department of Finance. If we do not have adequate time, which I am sure we will not, we do intend to call you back for a second round or, if you choose, you can respond to us in writing if you wish to answer more fully.

Serge Dupont, Assistant Deputy Minister, Department of Finance Canada: Senator, no apologies are necessary. It was an interesting discussion for us as well. I have provided a written statement to the committee. I will draw from that in summary terms. Ten minutes should do it, and then we will be pleased to answer questions and come back if we can.

M. Wilson : Prenons l'exemple de la Caisse de dépôt et de placement au Québec qui investit dans une multitude de fonds de couverture, une centaine en fait. C'est un investisseur très averti qui présélectionne et analyse tous ces fonds. Les bénéficiaires de la Caisse de dépôt, les québécoises et les québécois, profitent donc indirectement du rendement de ces fonds. Je ne vois rien de mal dans cette situation pour les bénéficiaires du fonds de pension au Québec.

Le président : Je ne dis pas qu'il y a quoi que ce soit de mal. Ce que j'essaie de comprendre, c'est la nature et la portée de la question dont nous sommes saisis, pour le public et pour nous-mêmes. Nous ne voulons absolument pas rendre justice ou arbitrer le dossier. Ce que nous cherchons à faire, c'est à comprendre ce dont il est question.

Le sénateur Massicotte : Je croyais que le fond du problème, c'est que l'investisseur doit être conscient des risques qu'il prend. S'il est averti et qu'il veut réinvestir une partie de son argent perdu, il a le droit de commettre des erreurs et il peut même aller jusqu'à refaire les mêmes erreurs encore et encore. On ne peut pas légiférer pour empêcher les gens de perdre de l'argent.

Le président : Les Américains sont en train de tenir un débat qui s'impose à nous. La plupart des membres de ce comité sont convaincus des vertus du capitalisme et du libre marché. Toutefois, on peut toujours se poser la question, dans l'intérêt du public, de savoir si ce véhicule constitue la façon la plus efficace de placer un capital, mais il faut aussi se demander comment l'investisseur peut être mis au courant d'éventuelles irrégularités. Elle est là la question qui nous interpelle.

Nous n'en sommes venus à aucune conclusion, mais nous tenons toutefois à vous remercier de nous avoir éclairés aujourd'hui. Ce fut une séance très intéressante et riche d'enseignements.

Je présente mes excuses à nos prochains témoins, car nous avons dépassé le temps qui était réservé à ce groupe. Nous vous sommes reconnaissants d'avoir été patients. Comme vous pouvez le constater, les membres de ce comité essaient de bien appréhender la nature et la portée des fonds de couverture qui représentent un phénomène en pleine croissance en Amérique du Nord.

Nous sommes heureux d'accueillir nos prochains témoins, Serge Dupont et Jeremy Rudin, du ministère des Finances. Si nous manquons de temps, ce qui sera sans doute le cas, nous vous ferons revenir et, si vous le désirez, vous pourrez nous répondre par écrit afin de compléter vos réponses.

Serge Dupont, sous-ministre adjoint, ministère des Finances Canada : Les excuses ne sont pas de rigueur, sénateur. Nous aussi avons trouvé cette discussion très intéressante. Je vous ai fait remettre un mémoire que je vais vous résumer. Dix minutes devraient suffire, après quoi, nous serons heureux de répondre à vos questions et de revenir vous voir si nécessaire.

[*Translation*]

Thank you for this opportunity to provide you with some information to help the committee with its work. I will summarize why hedge funds are attracting the attention of the political decision-makers and the regulators, refer to some of the work undertaken by various international bodies and domestic market regulators, and describe federal government activities regarding hedge funds.

Briefly, the interest generated among decision-makers and regulators in hedge funds arises from their size, their rapid growth, their characteristics and the important role that they play in financial markets.

[*English*]

I have some numbers on assets under management of hedge funds. Given the confusion earlier, my numbers are roughly similar to the ones Mr. Wilson gave. He will give you some detailed numbers further on, so I will skip that. We are in the same ballpark.

The Chairman: What are your figures?

Mr. Dupont: In Canada, I have $28 billion in funds under management, in Canadian dollars, as of the end of 2004.

The Chairman: We have heard his numbers to take us up to a compound rate of 30 per cent, so that would be about $50 billion currently.

Mr. Dupont: I am not sure what the compound rate would be for 2005 or 2006, but it was in that range at the end of 2004.

The $28 billion has to be put in perspective somehow. Mutual fund assets under management in Canada are estimated at $525 billion. They still represent a relatively small part of overall funds under management in Canada. That said, they play an important role in specific products and markets. This arises because of their use of leverage and techniques such as short selling as well as very active trading. For example, hedge funds dominate the market for credit derivatives. This means that hedge funds may significantly influence overall market developments. In short, they punch above their weight.

The significance of hedge funds is also reflected in their growing share of the business of those major investment banks that act as their prime brokers. For those investment banks, the hedge fund industry is an attractive and growing business. It is also a risk that needs to be managed. While becoming a significant part of the financial system, the hedge fund industry globally has remained largely unregulated and non-transparent. This raises issues of investor protection, and you had a discussion of that earlier.

[*Français*]

Je vous remercie de me donner l'occasion de vous fournir des renseignements qui aideront le comité à mener ses travaux. Je résumerai les raisons pour lesquelles les fonds de couverture intéressent autant les décideurs politiques et les organismes de réglementation, je ferai référence à certains travaux menés à l'étranger et au Canada, et je décrirai les activités du gouvernement fédéral concernant les fonds de couverture.

En quelques mots, bien entendu, c'est la taille des fonds de couverture, leur croissance rapide, leurs caractéristiques et le rôle important qu'ils jouent sur les marchés financiers qui motivent l'intérêt des décideurs publics et des organismes de réglementation.

[*Traduction*]

J'ai quelques chiffres en ce qui concerne les actifs de fonds de couverture sous gestion. Étant donné la confusion qui s'est produite tout à l'heure, je dois préciser que mes chiffres sont à peu près les mêmes que ceux communiqués par M. Wilson. Je vous donnerai certains chiffres précis plus tard et je vais donc passer sur ce plan. Nos données sont du même ordre de grandeur que les siennes.

Le président : Que donnent vos chiffres?

M. Dupont : D'après mes données, le montant des actifs en gestion des fonds de couverture au Canada était de 28 milliards de dollars à la fin de 2004.

Le président : On nous a donné ces mêmes chiffres, mais si on tient compte d'un taux composé annuel de 30 p. 100, on en arrive à environ 50 milliards de dollars.

M. Dupont : Je ne sais pas quel était le taux d'intérêt en 2005 ou 2006, mais à la fin 2004, il était à peu près de 30 p. 100.

Il faut cependant mettre ces 28 milliards de dollars en perspective. Par exemple, l'industrie canadienne des fonds communs de placement détenait des actifs sous gestion se chiffrant à 525 milliards de dollars. Malgré tout, cela représente une petite partie de tous les fonds sous gestion au Canada. Cela dit, ces fonds jouent un rôle important relativement à des marchés et à des produits particuliers. Il en est ainsi parce qu'ils misent sur des effets de levier et sur certaines techniques, comme les ventes à découvert. À titre d'exemple, il faut savoir que les fonds de couverture dominent le marché des dérivés de crédit. Ils sont donc à même d'exercer une influence marquée sur l'évolution globale du marché financier. Autrement dit, ils pèsent beaucoup plus lourd dans la balance qu'il n'y paraît.

L'importance rattachée aux fonds de couverture s'explique en outre par leur part croissante des opérations des grandes banques d'investissement qui agissent à titre de courtiers principaux. Pour ces banques, le secteur des fonds de couverture est une entreprise attrayant en plein essor qui représente aussi un risque qu'elles doivent gérer avec soin. Le secteur des fonds de couverture s'est taillé une place importante dans le système financier, mais il demeure largement non réglementé et non transparent. Cette absence de transparence soulève des questions relativement à la protection des investisseurs, ce dont vous avez parlé tout à l'heure.

Hedge funds originally targeted wealthy and sophisticated investors. However, in Canada and abroad, they are now marketed increasingly to a less wealthy clientele. In Canada, this is done through principal protected notes. It is important to recognize that the international literature and dialogue on hedge funds underscores as well the potential positive contribution of hedge funds to a modern, dynamic, efficient financial marketplace. Hedge funds contribute to the efficient reallocation of capital and risk by stimulating market innovation, adding liquidity and assisting price discovery. For investors, they also create opportunities for portfolio diversification.

À l'origine, les fonds de couverture s'adressaient à des investisseurs fortunés et avisés. Cependant, au Canada et à l'étranger, ils sont de plus en plus offerts à une clientèle moins bien nantie. Au Canada, ils sont vendus sous la forme de billets à capital protégé. Il importe de constater que, sur la scène internationale, les écrits et le dialogue entourant les fonds de couverture font valoir l'éventuel caractère positif de l'apport de ces fonds à un marché financier moderne, dynamique et efficient. Les fonds de couverture permettent, entre autres, de réaffecter efficacement les capitaux et le risque en stimulant l'innovation sur le marché, en ajoutant à la liquidité et en contribuant à la découverte des cours. Ils créent en outre, pour les investisseurs, des occasions de diversifier leurs portefeuilles.

The two key risks that must be weighed by policy-makers and regulators are the risk posed by hedge funds for financial stability, what is called systemic risk, and the risk to investors, particularly retail investors. These issues are receiving a great deal of attention, both internationally and domestically.

Les décideurs politiques et les organismes de réglementation doivent pondérer deux grands risques qui continuent d'être la cible de l'attention, à savoir le risque que posent les fonds de couverture pour la stabilité financière — c'est-à-dire le risque systémique — et le risque qu'ils posent pour les investisseurs, surtout les épargnants. Ces points suscitent passablement d'attention à l'échelle nationale tout autant qu'à l'échelle internationale.

At the international level, discussion has taken place in particular in the Financial Stability Forum, which was created by the G7 after the Asian crisis in the late 1990s. The FSF has initiated work and taken on a role of facilitator by bringing together national financial authorities and senior members of the hedge fund industry. These discussions have been helpful in fostering an improved understanding of the industry. Regulators and central banks in the United States and Europe, particularly in the U.K. where global hedge fund activity is concentrated, have engaged most actively. For example, the Federal Reserve Bank of New York spearheaded efforts with the industry to improve the infrastructure that supports the over-the-counter derivatives market, a market in which hedge funds are particularly active.

Au niveau international, des discussions ont eu lieu au Forum sur la stabilité financière mis sur pied par le G7 dans la foulée de la crise asiatique de la fin des années 90. Le FSF a amorcé les travaux et agi à titre de facilitateur des discussions sur les enjeux du marché auxquelles ont pris part des autorités financières nationales et des dirigeants de l'industrie des fonds de couverture. Ces discussions ont contribué pour beaucoup à favoriser les communications et à mieux faire comprendre l'industrie. Les organismes de réglementation et les banques centrales des États-Unis et de l'Europe, en particulier au Royaume-Uni où l'activité des fonds de couverture est concentrée, ont été parmi les participants les plus actifs. À titre d'exemple, l'an dernier, la Banque fédérale de réserve de New York a mené, en collaboration avec l'industrie, des efforts visant à améliorer l'infrastructure qui soutient les marchés des dérivés négociés hors bourse, endroit où les fonds de couverture sont particulièrement actifs.

[*Translation*]

The private sector has also taken initiatives to enhance discipline and foster better risk management in the industry, as advanced, for instance, in what is called the Corrigan report.

Initiatives related to investor protection have also been reviewed in a number of jurisdictions.

Domestically, hedge funds issues have also generated considerable attention, including through reports prepared by the Investment Dealers Association, a federal-provincial interagency group, and most recently by the task force headed by Tom Allen. A number of significant observations have arisen from international and domestic dialogue and initiatives to date.

[*Français*]

Le secteur privé s'est également attaché à améliorer la discipline et à préconiser une meilleure gestion du risque dans l'industrie, comme proposé, par exemple, dans ce qu'on appelle le rapport Corrigan.

Des initiatives se rapportant à la protection des investisseurs ont également été examinées par nombre d'administrations.

À l'échelle nationale, les fonds de couverture ont aussi suscité passablement d'attention, notamment en faisant l'objet de rapports préparés par l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, un groupe inter-agence fédéral-provincial et plus récemment, par les travaux du groupe de travail dirigé par Tom Allen. À ce jour, il ressort du dialogue et des initiatives internationales et nationales des observations importantes.

[*English*]

First, there are limits to the capacity for effective, direct regulation of hedge funds. The dynamic nature of the industry and the sophistication of its investment strategies make reporting of the actual funds difficult and of limited value to regulators. Moreover, funds are mobile and will engage in regulatory arbitrage in deciding where to locate their mind and management. In the Canadian context, it must be recognized that most of the hedge fund activity in our marketplace will originate from outside our borders.

Second and correspondingly, the focus of regulators in respect of systemic risk has been to promote effective, counter-party risk management among their regulated prime brokers — in Canada, the Canadian banks. This includes the normal application of minimum capital rules and the careful measurement, monitoring and management of risk, for example, through collateralization. Emphasis is placed by regulators on enhanced risk management tools and techniques, including value at risk measurement and stress testing.

Third, and subject to constraints already cited, there is broad interest in steps toward enhanced disclosure and accountability as may be achieved, for example, through registration of hedge funds' advisers. In Canada, these requirements are within the domain of provincial regulators, as you have just heard. The private sector is also taking some steps through voluntary disclosure or initiatives by the rating agencies to assess hedge funds.

Fourth, there is also wide-spread recognition that attention must be paid to the protection of the retail investor. The Department of Finance and federal agencies are engaged on both the issues of systemic risk and retail investor protection. The systemic risk from hedge funds is managed through the ongoing monitoring of the hedge fund exposures and risk management practices of the Canadian banks. As supervisor, the Office of the Superintendent of Financial Institutions continually monitors the risk management practices and procedures of the banks, and I gather you have invited the superintendent to testify.

OSFI recently completed work on the exposure of banks to hedge funds. This review indicated that the risk exposures are small in relative terms and that risk management practices in general are adequate. Banks were typically found to be taking a cautious approach to hedge funds in Canada. Federal financial sector agencies, including the Department of Finance and the

[*Traduction*]

Premièrement, la capacité de réglementer directement et efficacement les fonds de couverture est limitée. Le dynamisme de l'industrie et le caractère complexe de ces stratégies de placement viennent compliquer la présentation de rapports et font en sorte que ces derniers revêtent peu de valeur pour les organismes de réglementation. De plus, les fonds sont mobiles et peuvent recourir à l'arbitrage réglementaire lorsqu'ils décident de l'endroit où situer leurs opérations et leur direction. De fait, dans un contexte canadien, il ne faut pas perdre de vue que la plupart des activités des fonds de couverture sur notre marché proviennent de l'étranger.

Deuxièmement, sur le plan du risque systémique, les organismes de réglementation ont fait porter leur attention sur la promotion d'une gestion efficace du risque de contrepartie chez les principaux courtiers visés par la réglementation — au Canada, les banques à charte. Cette gestion suppose notamment l'application normale de règles sur le capital minimum et la mesure, la surveillance et la gestion attentives du risque, par exemple grâce au nantissement. Dans le contexte actuel, les organismes de réglementation accordent davantage d'attention aux outils et aux techniques améliorées de gestion du risque, dont la mesure de la valeur à risque et la simulation de crise sur les événements aux extrémités.

Troisièmement, et sous réserve des contraintes déjà mentionnées, on s'intéresse beaucoup aux mesures à prendre pour améliorer la transparence et la reddition de comptes, améliorations qui peuvent, par exemple, être obtenues grâce à l'enregistrement des conseillers en fonds de couverture. Au Canada, les exigences en matière d'enregistrement sont du ressort des commissions provinciales sur les valeurs mobilières. Le marché privé prend lui aussi des mesures, notamment l'adoption de la divulgation volontaire ou le lancement d'initiatives par des agences de notation servant à évaluer les fonds de couverture.

Quatrièmement, on reconnaît généralement qu'une attention particulière doit être accordée à la protection de l'épargnant. Le ministère des Finances et les organismes fédéraux s'intéressent à la fois au risque systémique et à la protection de l'épargnant. Le risque systémique provenant des fonds de couverture est géré grâce à la surveillance permanente des expositions aux fonds de couverture et aux pratiques de gestion des banques canadiennes. Le Bureau du surintendant des institutions financières, en sa qualité d'autorité de contrôle, surveille en permanence les pratiques et procédures de gestion du risque utilisées par les banques et je crois d'ailleurs savoir que vous avez invité le surintendant à venir vous rencontrer.

Le BSIF vient d'achever des travaux sur l'exposition des banques aux fonds de couverture. L'examen qu'il a mené a démontré que les expositions au risque sont faibles lorsqu'on les compare aux expositions totales et que les pratiques de gestion du risque sont, en général, satisfaisantes. L'examen a constaté que les banques adoptent habituellement une approche prudente en

Bank of Canada, are kept apprised of such work through the financial institutions supervisory committee, which is chaired by OSFI.

As regards the retail investor, the department's interest and activity arises from the role of banks in the market for principal-protected products that may in some cases link the return to the performance of a hedge fund. In this regard, the department is working in step with the securities regulators to ensure that the marketing and sale of these products is conducted in a fashion that ensures full and meaningful disclosure and that protects investors.

[*Translation*]

In conclusion, the rapid development and dynamic nature of hedge funds provide that they will continue to merit the attention of policy makers and regulators globally and domestically. Frameworks will need to be responsive to ensure that the objectives of market efficiency, financial stability, and investor protection are best advanced. The committee's interest in the issue is timely. I would be pleased to answer any questions.

[*English*]

The Chairman: Thank you very much.

[*Translation*]

Senator Hervieux-Payette: People are always talking of London and New York, but is this a world phenomenon? Is the Tokyo stock exchange and other ones in Europe also involved in this area?

Mr. Dupont: Investment in hedge funds is taking place around the world. Investors tend to concentrate in the large financial capitals like London and New York and in certain offshore jurisdictions also. From the point of view of financial market operation, this is a world phenomenon.

Senator Hervieux-Payette: So on the Tokyo stock exchange —

Mr. Dupont: Or the Toronto stock exchange, yes. It accounts for a large share of the activity.

Senator Hervieux-Payette: Is there a place where more information was required or where rules of the game were put in place? Or is it open, with very little intervention by financial authorities around the globe?

Mr. Dupont: There are different forums where these questions are raised and where the needs that these developments may cause in the financial markets in regulatory terms are raised. Regulatory action is up to national jurisdictions or, in some cases, provincial jurisdictions, as in Canada, for example. It is up to each one to draw its lessons from

matière de fonds de couverture. Les organismes du secteur financier fédéral, dont le ministère des Finances et la Banque du Canada, sont tenus au courant de ces travaux et d'autres faits nouveaux par le comité de surveillance des institutions financières, présidé par le BSIF.

En ce qui concerne l'épargnant, l'intérêt et les activités du ministère découlent du rôle des banques dans le marché des produits à capital protégé qui peuvent, dans certains cas, lier le rendement pour le déposant ou l'investisseur à la performance d'un fonds de couverture. À ce chapitre, le ministère partage nombre des préoccupations soulevées par les organismes de réglementation des valeurs mobilières pour veiller à ce que ces produits soient mise en marché et vendus de manière à assurer une bonne divulgation et à protéger les investisseurs.

[*Français*]

En conclusion, en raison de l'évolution rapide et du dynamisme des fonds de couverture, les décideurs politiques et les organismes de réglementation à l'échelle nationale et internationale continueront de s'intéresser à ce dossier. Les politiques devront être adaptées aux besoins et veiller à ce que les objectifs que constituent l'efficience du marché, la stabilité financière et la protection des investisseurs soient atteints au mieux. L'intérêt que le comité attache à cette question vient à point nommé. Je serai heureux de répondre à vos questions.

[*Traduction*]

Le président : Merci beaucoup.

[*Français*]

Le sénateur Hervieux-Payette : On parle toujours de Londres et de New York, mais est-ce que le phénomène est mondial? Est-ce que la bourse de Tokyo et d'autres en Europe sont aussi impliquées dans ce domaine?

M. Dupont : L'investissement dans les fonds de couverture se répercute à l'échelle mondiale. Les investisseurs tendent à se concentrer dans les grandes capitales financières comme Londres et New York et dans certaines juridictions « offshore » également. Du point de vue du fonctionnement des marchés financiers, c'est un phénomène mondial.

Le sénateur Hervieux-Payette : Donc à la bourse de Tokyo...

M. Dupont : Ou à la bourse de Toronto, oui. Cela représente une part importante de l'activité.

Le sénateur Hervieux-Payette : Y a-t-il un endroit où l'on a exigé plus d'informations ou encore, on a mis des règles du jeu en place? Ou alors, est-ce ouvert avec très peu d'interventions des autorités financières à la grandeur de la planète?

M. Dupont : Il y a différents forums où sont évoquées ces questions et où l'on partage les besoins que peuvent représenter ces développements sur les marchés financiers en termes réglementaires. Les actions réglementaires relèvent des juridictions nationales ou, dans certains cas, des juridictions provinciales, comme au Canada par exemple. Il revient à chacun

international experience and international dialogue to see how to make sure that the necessary protections are in place within its jurisdiction.

Senator Hervieux-Payette: In Canada, we know that the banks, via their brokerage subsidiaries, account for a large part of the financial market, and thus of the distribution of these financial instruments. As you say, control over securities occurs at the provincial level, but do we operate along the same line of thought as elsewhere? Are you interested in that because your banking system is very involved in this industry?

Mr. Dupont: I think that you are right on all points, that is, in point of fact, in Canada, the stability of our financial system depends in large part on the large charter banks, which are under federal jurisdiction. But this is also true internationally, where the limits of controlling, understanding and keeping with view all the hedge fund investment strategies are quite clearly recognized.

I attended a meeting called by the Financial Stability Forum and someone said, "There are too many moving parts." It becomes very hard for a regulatory authority to try and get hedge fund disclosures and to control what is going on, to understand what is happening. However, better control is possible with regard to the banks, which are governed by very strict regulatory criteria, with an international framework and basic criteria that are very sensitive to market development, risk development. This is how we get better control over what is called "systemic risk." Certainly there are concerns for investors, but insofar as the system as such remains solid, in terms of policy, it is the main concern.

Senator Hervieux-Payette: I assume that there is a rather limited number of individuals who manage the large pension funds in Canada. They say that 40 per cent of hedge funds come from pension funds. Does the fact that 25 people — perhaps I exaggerate, there are fewer — who decide all the rules of the game not represent a danger, regarding the purchase and sale of stocks and bonds or investment in hedge funds? Finally these are the people who hold Canadians' money in their hands. If so, then perhaps we should be taking a little deeper look at the situation. For all practical purposes, a very small number of people can have a very important impact on the whole financial system.

Mr. Dupont: If we look at all the capital invested in Canada, the share in hedge funds remains, for now, relatively slight. It is true that this is a concentrated industry, in that there are a lot of small hedge funds and a few others that are very large. There is nevertheless a trend that is there, that is, there is a little more disclosure on the part of these hedge funds insofar as they use the private savings of sophisticated investors who can also demand

de tirer les leçons de l'expérience internationale et du dialogue international pour voir comment s'assurer, dans sa juridiction, que les protections nécessaires sont en place.

Le sénateur Hervieux-Payette : Au Canada, on sait que les banques, via leurs filiales de courtage, représentent une grande partie du marché financier, donc de la distribution de ces outils financiers. Comme vous dites, ici, le contrôle sur les valeurs mobilières est fait au niveau des provinces, mais est-ce que nous opérons dans la même ligne de pensée qu'ailleurs? Est-ce que vous vous intéressez à cela parce que notre système bancaire est très impliqué dans cette industrie?

M. Dupont : Je crois que vous avez raison sur tous les points, c'est-à-dire qu'effectivement, au Canada, la stabilité de notre système financier dépend en grande partie des grandes banques à charte qui sont sous juridiction fédérale. Cependant, c'est aussi vrai à l'échelle internationale où on reconnaît fort bien les limites de contrôler, de comprendre et de garder en vue l'ensemble des stratégies d'investissement des fonds de couverture.

J'ai assisté à une réunion convoquée par le Financial Stability Forum et quelqu'un a dit : « There are too many moving parts ». Cela devient très difficile pour une agence de réglementation d'essayer d'avoir ces divulgations de fonds de couverture et de vouloir contrôler ce qui passe, de comprendre ce qui se passe. En revanche, on peut avoir un meilleur contrôle par rapport aux banques qui sont régies par des critères très stricts de réglementation, avec un cadre international et des critères de base qui sont très sensibles à l'évolution des marchés, à l'évolution du risque. C'est par cela qu'on arrive à mieux contrôler ce qu'on appelle le « risque systémique ». C'est sûr qu'il reste des préoccupations pour les investisseurs, mais dans la mesure où le système en tant que tel reste solide, on traite la principale préoccupation au niveau de la politique.

Le sénateur Hervieux-Payette : J'ai le préjugé qu'il y a un nombre assez limité d'individus qui gèrent de grands fonds de pension au Canada. On dit que 40 p. 100 des fonds de couverture proviennent des fonds de pension. Est-ce que le fait que 25 personnes — peut-être que j'exagère, il y en a moins — qui décident de toutes les règles du jeu ne représente pas un danger, autant sur la question d'achat et de vente d'actions, d'obligations ou d'investissement dans les fonds de couverture? Finalement, ce sont eux qui détiennent les capitaux des Canadiens entre leurs mains. Dans ce cas, peut-être faudrait-il regarder la situation un peu plus en profondeur. À toutes fins pratiques, très peu de gens peuvent avoir un impact extrêmement important sur tout l'ensemble du système financier.

M. Dupont : Si on regarde l'ensemble des capitaux investis au Canada, la part qui revient aux fonds de couverture reste, pour l'instant, relativement faible. C'est vrai que c'est une industrie concentrée, à savoir qu'il y a beaucoup de petits fonds de couverture et quelques autres qui sont très gros. Il y a quand même une tendance qui est là, c'est-à-dire qu'il y ait un peu plus de divulgation de la part de ces fonds de couverture dans la

financial statements. Also, I mentioned the initiatives rating agencies that are trying to see the extent to which these funds are being well managed.

So there is a dynamic within the market that is calling for greater disclosure. I do not think we can say that a small core of people controls all Canada's savings. Savings are after all in pension funds, mutual funds and in lots of other instruments besides hedge funds.

[*English*]

The Chairman: We will come back and give Senator Hervieux-Payette and others more time tomorrow. We have four minutes left. We must finish precisely at six o'clock. I will return to you tomorrow, and to Senators Massicotte, Harb and Moore, who have been so patient. Senator Goldstein, please continue.

Senator Goldstein: Thank you very much, Mr. Chairman.

[*Translation*]

Thank you for providing us with all this information. We appreciate it very much.

[*English*]

The Canada pension fund, as many other funds, has invested in hedge funds. Does the Department of Finance know to what extent the Canada pension fund has, in fact, invested in hedge funds?

Mr. Dupont: To my knowledge, senator, the Canada Pension Plan itself is not invested in hedge funds at this time.

The Chairman: Excuse me. That was not the information we received. We heard that the Canada pension fund was investing in hedge funds.

Mr. Dupont: The information I received today, senator, is that it has not. I will certainly undertake to make sure the record is clear on that.

Senator Goldstein: I have a recollection that we were told that.

The Chairman: So have I.

Mr. Dupont: I certainly do not wish to mislead the committee on that point. This is information I received. I will certainly verify it.

The Chairman: Please get it back to our clerk.

Senator Goldstein: Are you aware of whether the Quebec pension fund has invested in hedge funds?

Mr. Dupont: You heard from Mr. St-Gelais and Mr. Wilson earlier that, yes, they have.

mesure où ils font appel à de l'épargne privée d'investisseurs sophistiqués qui peuvent aussi demander des comptes. Également, j'ai mentionné des initiatives des agences de cotation qui vont essayer de voir dans quelle mesure ces fonds sont bien gérés.

Il y a donc une dynamique au sein du marché qui appelle une plus grande divulgation. Je ne crois pas qu'on puisse dire qu'un petit noyau de personnes contrôle toute l'épargne au Canada. L'épargne est quand même dans des fonds de pension, dans des fonds mutuels et dans beaucoup d'autres instruments que les fonds de couverture.

[*Traduction*]

Le président : Nous redonnerons la parole au sénateur Hervieux-Payette demain quand nous aurons plus de temps. Il nous reste quatre minutes, car nous devons sortir d'ici à 18 heures tapantes. Je vous redonnerai la parole demain, de même qu'au sénateur Massicotte, au sénateur Harb et au sénateur Moore qui ont été très patients. Je vous en prie, continuez, sénateur Goldstein.

Le sénateur Goldstein : Merci beaucoup, monsieur le président.

[*Français*]

Merci d'être venu nous renseigner de cette façon, nous l'apprécions beaucoup.

[*Traduction*]

Le Régime de pensions du Canada, comme bien d'autres fonds du genre, a investi dans des fonds de couverture. Le ministère des Finances est-il au courant de l'importance des placements du RPC dans les fonds de couverture?

M. Dupont : À ma connaissance, sénateur, le Régime de pensions du Canada n'investit pas actuellement dans les fonds de couverture.

Le président : Excusez-moi, mais ce n'est pas ce qu'on nous a dit. On nous a dit que le Régime de pensions du Canada investit dans les fons de couverture.

M. Dupont : Ce qu'on m'a dit aujourd'hui, sénateur, ce que ce n'est pas le cas. Je vais vérifier pour tirer les choses au clair.

Le sénateur Goldstein : J'ai le souvenir que c'est c'est qu'on nous a dit.

Le président : Moi aussi.

M. Dupont : Loin de moi l'idée d'induire le comité en erreur. C'est l'information qu'on m'a communiquée et je vais bien sûr la vérifier.

Le président : S'il vous plaît, et communiquez la réponse à la greffière.

Le sénateur Goldstein : Savez-vous si le Régime des rentes du Québec a investi dans des fonds de couverture?

M. Dupont : Comme vous l'ont dit MM. St-Gelais et Wilson tout à l'heure, c'est effectivement le cas.

Senator Goldstein: Do you know what the percentage is?

Mr. Dupont: I do not have the percentage, no.

Senator Goldstein: You were here while the previous witnesses were testifying, and you heard that the various securities regulators across Canada, all 10 or more of them, are trying to put their act together to find some additional form of regulation, or at least of knowledge of these hedge funds, for Canadians. Do you see any role for the federal government to play in this attempt to get better information out to Canadians?

Mr. Dupont: I do not directly, senator, in respect of registration requirements or other such requirements that clearly are within the domain of the provincial regulators at this time.

Senator Goldstein: We live with that, because that is essentially a constitutional issue. That having been said, however, let me move backwards. Much of the concern expressed around this table and when we were in New York for our study several weeks ago was for the retail investor. We are not overly concerned with sophisticated investors because they are able to judge their risks and act accordingly.

We are concerned about investors who are unable to make judgments about those risks and who, nevertheless, invest in these risky instruments. Is there any way to bypass the paralysis of Canada's not having a single securities regulator by using some availability that the Department of Finance Canada has to do that?

Mr. Dupont: The Department of Finance Canada has the capacity, building on existing authorities under the Bank Act, through regulation, to oversee principal protected notes that might be issued and sold by banks. We are looking into that.

Senator Goldstein: That is encouraging. Given that banks are essentially financing these hedge funds, is there any way in which Finance Canada or the Office of the Superintendent of Financial Institutions could use that power to enhance the public's knowledge of hedge funds and what they are doing? Banks are putting significant amounts of money into those hedge funds.

Mr. Dupont: The responsibility of OSFI and the policy interest is to ensure that the banks have appropriate risk management practices with regard to their dealings not only with hedge funds but also with all entities. It would not necessarily be a lever that the federal government could use to impose requirements on hedge funds directly; rather, it would be an obligation on the part of banks to establish the right risk management.

The Chairman: I apologize to senators and to the witnesses because we have had more questions and interest in this subject than we anticipated. If we have questions needing your answers,

Le sénateur Goldstein : Savez-vous quel pourcentage ce genre de placement représente pour le RRQ?

M. Dupont : Non, je l'ignore.

Le sénateur Goldstein : Vous étiez présent pendant que les autres témoins étaient à la table et vous les avez entendu dire que les organismes de réglementation des marchés, qui sont 10 et même 13, vont essayer de se prendre en main pour mieux encadrer ces fonds de couverture ou pour essayer d'obtenir davantage de renseignements à leur sujet pour les Canadiennes et les Canadiens. Estimez-vous que le gouvernement fédéral devrait jouer un rôle sur ce plan, afin d'obtenir de meilleures informations pour les Canadiens?

M. Dupont : Pas directement, sénateur, pas pour ce qui est des exigences relatives à l'enregistrement ou autres qui relèvent bien évidemment des organismes provinciaux de réglementation pour l'instant.

Le sénateur Goldstein : Nous ne pouvons pas faire autrement parce que c'est constitutionnel. Cela dit, revenons un peu en arrière. Aujourd'hui, et quand nous étions à New York dans le cadre de notre étude, il y a quelques semaines, nous nous sommes surtout préoccupé de la situation des épargnants. Nous ne sommes pas particulièrement inquiets de la situation des investisseurs avertis parce qu'ils sont en mesure d'évaluer les risques qu'ils prennent et d'agir en conséquence.

En revanche, nous nous préoccupons des épargnants qui ne peuvent pas juger des risques qu'ils courent et qui, malgré tout, se trouvent à investir dans ces instruments risqués. Pourrait-on s'affranchir de la paralysie qui frappe actuellement notre pays due au fait que nous n'avons pas une commission des valeurs mobilières unique, en nous appuyant sur la capacité d'intervention du ministère des Finances?

M. Dupont : Le ministère des Finances, en vertu des pouvoirs qui lui sont actuellement conférés par la Loi sur les banques et les règlements en découlant, a la capacité de surveiller les billets à capital protégé qui peuvent être émis et vendus par les banques. Nous nous occupons effectivement de ce volet.

Le sénateur Goldstein : C'est encourageant. Étant donné que ce sont principalement les banques qui financent ces fonds de couverture, y aurait-il un moyen pour Finances Canada ou pour le Bureau du surintendant des institutions financières de mieux faire connaître les fonds de couverture à la population et d'expliquer ce qu'ils font? Les banques investissent considérablement dans ce genre de fonds.

M. Dupont : Le BSIF a pour responsabilité, en vertu des politiques en vigueur, de veiller à ce que les banques gèrent correctement le risque dans toutes leurs transactions et pas uniquement dans le cas des fonds de couverture. Il ne s'agirait pas forcément d'un levier par lequel le gouvernement fédéral imposerait directement des conditions aux fonds de couverture, mais on pourrait contraindre les banques à appliquer une gestion des risques qui soit appropriée.

Le président : Je dois présenter mes excuses aux sénateurs et aux témoins parce que ce sujet a suscité plus de questions et d'intérêt que nous l'avions prévu. Si nous voulons obtenir réponse

we will come back to you. If the witnesses have additional information to add to the record during the course of these deliberations, they may do so freely. We will take it under advisement because we want to ensure that the information we receive is accurate before we develop our recommendations.

The committee adjourned.

à certaines questions, nous vous recontacterons. Si les témoins veulent ajouter quoi que ce soit à leur témoignage d'aujourd'hui, ils sont invités à le faire. Nous prendrons ce qu'ils nous enverront en délibéré, parce que nous voulons nous assurer que l'information que nous recevons est exacte avant de formuler nos recommandations.

La séance est levée.

OTTAWA, Thursday, November 2, 2006

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met this day at 10:45 a.m. to examine and report upon the present state of the domestic and international financial system (study on hedge funds).

Senator Jerahmiel S. Grafstein (*Chairman*) in the chair.

[*English*]

The Chairman: Good morning. I welcome our distinguished guests from the Montreal Exchange, la Bourse de Montréal. Thank you for coming this morning on such short notice.

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce is resuming its inquiry into hedge funds. When our committee was in New York early in October, we discussed a number of issues within the committee's mandate, one of which was hedge funds. Our American colleagues value this sector at approximately $1.5 trillion to $3 trillion a year in terms of exchange, although we do not know the source for that number.

In our hearings yesterday, based on the 2004 numbers, we heard that the sector here is worth Can. $28 billion, but we understand it is growing at the rate of 30 per cent compounded over a year. It should be around $50 billion, if our numbers are correct. We will have more precise numbers shortly, we hope.

Given the size and scope of our trading relationship with the United States and the integrated nature of our economies, the priority must be given always to North American as well as global financial stability. It is imperative that we in Canada understand what is happening not only in Canada in this new growing area of investment but also in the United States, because of our interrelationship.

During our discussions in New York with U.S. regulators and representatives of the financial services sector, hedge funds emerged as a key issue. The Americans were divided on the issue as to whether or not there should be regulation. This committee is open-minded. We know there is a light form of regulation in Canada on hedge funds. Is that appropriate or not? Should regulation be looser or tighter? We are very open-minded on this matter but we know that thousands of sophisticated investors, at both the wholesale and the retail level, are using this financial tool. Our institutions — that is, banks, pension funds,

OTTAWA, le jeudi 2 novembre 2006

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui à 10 h 45 pour examiner, afin d'en faire rapport, la situation actuelle du régime financier canadien et international (étude sur les fonds de couverture).

Le sénateur Jerahmiel S. Grafstein (*président*) occupe le fauteuil.

[*Traduction*]

Le président : Bonjour. Bienvenue à nos éminents invités de la Bourse de Montréal. Merci d'être venus nous rencontrer ce matin malgré le court préavis.

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce poursuit son étude sur les fonds de couverture. Lorsque notre comité s'est rendu à New York, au début du mois d'octobre, nous avons discuté d'un certain nombre de questions qui relèvent du mandat du comité, dont celle des fonds de couverture. Nos collègues américains estiment que ce secteur représente entre 1,5 et 3 billions de dollars par année environ en transactions boursières, bien que nous ne sachions pas d'où viennent ces chiffres.

Dans nos audiences d'hier, on nous a dit que ce secteur représente au Canada 28 milliards de dollars canadiens, selon les chiffres de 2004. Nous croyons toutefois savoir que ce secteur connaît une croissance composée de 30 p. 100 par année. Si nos chiffres sont exacts, sa valeur s'élèverait à quelque 50 milliards de dollars. Nous aurons sous peu, je l'espère, des chiffres plus précis.

Compte tenu de l'ampleur et de la portée de nos relations commerciales avec les États-Unis et vu l'intégration de nos économies, il faut toujours accorder la priorité à la stabilité financière de l'Amérique du Nord, autant qu'à la stabilité financière internationale. Il est impératif que nous comprenions ce qui se passe non seulement au Canada, dans ce nouveau secteur de l'investissement, mais aussi aux États-Unis, compte tenu des relations que nous entretenons avec notre voisin du sud.

Au cours de nos discussions à New York avec les responsables de la réglementation américaine et les représentants du secteur des services financiers, il est ressorti que les fonds de couverture sont un enjeu fondamental. Les Américains étaient divisés sur la question de savoir s'il devrait y avoir une réglementation dans ce domaine. Notre comité est prêt à envisager diverses solutions. Nous savons qu'il existe au Canada une réglementation peu rigoureuse en ce qui a trait aux fonds de couverture. Est-ce suffisant ou non? La réglementation devrait-elle être plus rigoureuse ou moins rigoureuse? Nous sommes prêts à

mutual funds — are all investing in this new form of activity, which shows a higher yield at the outset than other forms of investment. Obviously, that is why it is attracting increasingly large pools of funding.

envisager diverses solutions dans ce domaine, mais nous savons que des milliers d'investisseurs avertis, tant des grossistes que des détaillants, se prévalent de cet outil financier. Nos institutions — c'est-à-dire les banques, les sociétés de fonds de pension et les sociétés de fonds mutuels — investissent toutes dans cette nouvelle forme d'activité dont le rendement est d'emblée supérieur à celui des autres formes d'investissement. C'est bien sûr pour cette raison que les fonds de couverture attirent de plus en plus de gros investissements.

We heard about hedge funds during our recent study on consumer issues in the financial sector and we recommended that the government appoint an eminent person to review appropriate regulatory oversight of hedge funds, but this has not been done as yet. We hope it might be in addition to the study we are now undertaking. Nevertheless, key questions remains the extent to which and how these types of new financial products should be regulated or supervised, if at all, in order to protect consumers and above all the stability of our domestic and global financial markets.

Dans notre étude sur les questions relatives aux consommateurs dans le secteur financier, on nous a parlé des fonds de couverture, et nous avons recommandé que le gouvernement nomme un expert qui serait chargé d'examiner quelle réglementation devrait s'appliquer à la surveillance des fonds de couverture. Mais cela n'a pas encore été fait. Nous espérons que cette mesure s'ajoutera à l'étude que nous avons maintenant entreprise. Il nous reste néanmoins encore à répondre à des questions clés pour ce qui est de savoir comment et dans quelle mesure ces nouveaux produits financiers devraient être réglementés ou surveillés, s'il doit y avoir réglementation ou supervision, afin de protéger le consommateur mais surtout la stabilité de nos marchés financiers nationaux et internationaux.

We are delighted to welcome the two of you on our second day of hearings.

Nous sommes heureux de vous souhaiter la bienvenue à tous les deux, pour notre deuxième journée d'audiences.

[*Translation*]

Léon Bitton, Vice-President, Research and Development, Montreal Exchange: Honourable senators, thank you for your invitation and for your interest in the development of my financial markets.

I am going to try, within the time provided, to explain to you the role of a derivative's market, and particularly the Montreal Exchange, which is now a specialized derivative's exchange. I will also focus on market's security.

My presentation will focus on the financial security of the market, and my colleague, Jacques Tanguay, will deal with monitoring participants and general market security.

To begin with, just a few words on the Montreal Exchange. Since the market restructuring in 1999, there was an agreement between the Toronto and Montreal exchanges. We are now the only financial derivative's exchange in Canada. We work in a context of market globalization. So we obviously encounter stiff international competition.

In relation to the products we offer, we also provide a wide array of financial derivatives, equity derivatives, index derivatives and interest rate derivatives, which are Canadian in nature but also have an international reach. A large number of the users of our markets are located not just in Canada, but also all around the world.

[*Français*]

Léon Bitton, vice-président, Recherche et développement, Bourse de Montréal : Honorables sénateurs, je vous remercie de votre invitation et de l'intérêt que vous portez au développement des marchés financiers.

Je vais tenter, à l'intérieur des limites de temps imposées, de vous exposer le rôle d'un marché de produits dérivés, et particulièrement celui de la Bourse de Montréal, qui est aujourd'hui une Bourse spécialisée dans les produits dérivés. Je mettrai également l'accent sur le volet de la sécurité du marché.

Mon intervention portera davantage sur la sécurité financière du marché et mon collègue, M. Jacques Tanguay, abordera plutôt le volet de la surveillance des participants et de la sécurité du marché de façon générale.

Pour commencer, quelques mots au sujet de la Bourse de Montréal. Depuis la restructuration des marchés en 1999, il y avait une entente entre les Bourse de Montréal et de Toronto. Nous sommes aujourd'hui la seule Bourse de produits dérivés financiers au Canada. Nous œuvrons dans un contexte de globalisation des marchés. Nous sommes donc évidemment exposés à de fortes pressions concurrentielles internationales.

Également relié à notre offre de produits, nous offrons aussi une vaste gamme de produits dérivés financiers, sur actions, sur indices et sur taux d'intérêt, qui ont un caractère canadien, mais également un rayonnement international. Un grand nombre des utilisateurs de nos marchés sont situés non pas seulement au Canada, mais aussi à travers le monde.

Our daily volume for these various products, to put the size of our market in perspective, is on average around $70 billion in notional terms; every day, that is roughly the amount traded. Over the past five years, we have grown by approximately 25 per cent per year on an annualized basis. From last year to this year, we grew by 40 per cent. That growth, which is not unique to Canada, is quite a clear reflection of the fact that derivatives have now become indispensable tools for risk management and also for increased output on today's financial landscape, be it the Canadian financial landscape or the international one. These days, it is practically impossible and unthinkable to manage a portfolio or a bank or company treasury without using derivatives. That is also demonstrated by our market position.

Notre volume quotidien pour ces différents produits, pour mettre en perspective la taille de notre marché, se situe en moyenne à 70 milliards de dollars exprimés en valeur notionnelle; à chaque jour, on négocie à peu près cette somme. Au cours des cinq dernières années, nous avons connu une croissance annualisée d'à peu près 25 p. 100 par année. Entre l'année passée et cette année, nous avons eu une croissance de 40 p. 100. Cet élément de croissance, qui n'est pas unique au Canada, est aussi un témoignage assez clair que les produits dérivés sont aujourd'hui devenus des outils de gestion de risques et aussi d'accroissement de rendement indispensables dans le paysage financier d'aujourd'hui, que ce soit le paysage financier canadien ou international. De nos jours, il est pratiquement impossible et impensable de gérer un portefeuille ou une trésorerie de banque ou d'une société sans recourir aux produits dérivés. Cela est démontré aussi par notre positionnement dans ce marché.

Our market model, which is also a market model that meets international standards, is based on features of transparency, expanded access and security. Market transparency is essentially based on having an accessible electronic trading platform, in our case, at almost 25,000 access points in Canada and around the world, following recognition from regulatory authorities in foreign countries like the United States. The CFTC, which is the authority there, authorizes us to set up terminals that give American residences access to Canadian products. Similarly, we also have access granted in Great-Britain and in other countries around the world.

Notre modèle de marché, qui est aussi un modèle de marché qui correspond à des standards internationaux, est axé sur des attributs de transparence, d'accès étendu et de sécurité. La transparence du marché repose essentiellement sur l'existence d'une plate-forme de négociations électroniques accessible, dans notre cas, à près de 25 000 points d'accès au Canada et à travers le monde et ce, suite à des reconnaissances obtenues auprès d'autorités réglementaires de pays étrangers comme aux États-Unis. La CFTC, qui est l'autorité en place, nous autorise donc à installer des terminaux qui donnent accès à des résidants américains à des produits canadiens. De la même façon, nous avons aussi des accès octroyés en Grande-Bretagne et dans d'autres pays à travers le monde.

Among the services we provide, we have an electronic market with expanded access all around the world. We also offer technological solutions to other markets. We operate the Montreal Exchange Market with our own technology, but we are also the technical operator and main shareholder of an options exchange in the United States, the Boston Options Exchange. As a matter of fact, we are the only foreign exchange to be recognized by the SEC — the Security Exchange Commission — in order to operate an options market in the United States, which reflects the high quality standards for the services we provide.

Dans notre offre de services, nous avons un marché électronique avec des accès étendus à travers le monde. Nous offrons aussi des solutions technologiques à d'autres marchés. Nous opérons avec notre propre technologie le marché de la Bourse de Montréal, mais nous sommes également l'opérateur technique et l'actionnaire principal d'une Bourse d'options aux États-Unis, The Boston Options Exchange. En fait, nous sommes la seule Bourse étrangère à avoir obtenu une reconnaissance de la SEC — Security Exchange Commission — pour opérer un marché d'options aux États-Unis, ce qui témoigne des hauts standards de qualité de notre offre de services.

We also own a clearing house, which plays a central role in the financial security of a derivative's market — and that is what I am mainly going to talk about for the purposes of the study you are conducting.

Nous sommes aussi propriétaires d'une société de compensation qui joue un rôle de premier plan dans la sécurité financière d'un marché dérivé — et c'est surtout sur cela que je vais axer mes propos dans le contexte de l'analyse que vous menez.

Once again, I would like to stress the importance of this financial security and to thank you, because in 2002, your committee and the Senate initiated Bill S-40, which was subsequently approved by the House of Commons. That was an amendment to the Payment Clearing and Settlement Act that protected the ability of a clearing house to realize the collateral of a member in the event of the member's financial insolvency. That amendment to the act, which was initiated here and approved by the Senate and then submitted to the House of Commons, increased the financial security of the Canadian market and thereby made it possible for us to get a credit rating from Standard & Poor's. The CDCC clearing house

Encore une fois, je voudrais souligner l'importance de cette sécurité financière et vous remercier parce qu'en 2002, votre comité et le Sénat avez initié le projet de loi S-40 qui, par la suite, a été approuvé par la Chambre des communes. C'était une modification de la Loi sur la compensation et le règlement des paiements qui a permis de protéger la capacité de la chambre de compensation, de réaliser les dépôts de garantie soumis dans l'éventualité d'insolvabilité financière de participants. Cette modification à la loi, qui a été initiée ici et approuvée par le Sénat et ensuite soumise à la Chambre des communes, a permis d'accroître la sécurité financière du marché canadien et nous a ainsi permis d'obtenir une cote de crédit de la Standard & Poor's.

has an AA credit rating today, which shows how much financial security this clearing house offers participants in the Canadian market.

What an Exchange offers is basically a trading and price exposure mechanism in a regulated framework — and exchange operates in a regulated framework — and this facilitates the transfer of risks, derivative instruments, options and futures contracts traded on the Montreal Exchange and around the world. They are instruments that facilitate this transfer of risks between those who are willing to assume them and those who are interested in transferring them.

This involves an exchange, and organized market, but also a large number of economic players who have totally different viewpoints and needs. Keep in mind that the existence of an equilibrium price in a market is based on operators with different expectations. In order for there to be a market, we need not only investors with one view of risk management, who are seeking to ensure against a risk, we also need people who can either arbitrate among various markets or trade by anticipating market price fluctuations, who are commonly known as speculators.

So there is an equilibrium price in a market when various viewpoints come together in the market place, hence the interest of the derivatives market in the community of hedge funds, who are active participants in derivatives markets and who, in that sense, play an important role in the operation of the markets.

I would like to introduce here an important notion, the fundamental difference between derivatives traded on the exchange in a multilateral concept supported by a clearing house and derivatives traded over the counter on a bilateral contract basis. You have two market participants at the counter, who agree on the terms of a derivative and conduct a transaction based on the credit risk of the other party and put in place measures they agree on.

In an exchange market, there is reliance on a multilateral concept whereby the financial performance guaranty is provided by the clearing house. What you find in an exchange market is the concept of universal prices. In a transaction on the Montreal Exchange, you may have, on one hand, a hedge fund represented by its broker. I would like to point out to you that hedge funds do not have direct access to the market. They have to go through a broker, with status as an approved participant in the Montreal Exchange. So a hedge fund that is behind a transaction could quite easily find itself with, on the other side, another broker, representing a pension fund or an individual. Clearly, this multilateral market concept is

La chambre de compensation CDCC a une cote de crédit AA aujourd'hui, ce qui est un témoignage de la sécurité financière que cette chambre de compensation octroie aux participants du marché canadien.

Ce qu'offre une Bourse, c'est essentiellement un mécanisme d'échange et de découvert de prix, dans un cadre réglementé — une Bourse opère dans un cadre réglementé — et qui facilite le transfert de risques, les instruments dérivés, les options et les contrats internes qui se négocient à la Bourse de Montréal et à travers le monde. Ce sont des instruments, qui facilitent le transfert de risques entre ceux qui sont prêts à les assumer et ceux qui sont intéressés à les transférer.

Cela met en présence une Bourse, un marché organisé, mais aussi un grand nombre d'agents économiques qui ont des optiques et des besoins totalement différents. Il faut se rappeler que l'existence d'un prix d'équilibre dans un marché repose sur l'hétérogénéité des anticipations des opérateurs. Pour qu'un marché existe, nous n'avons pas seulement besoin d'investisseurs qui ont une optique de gestion de risques, qui cherchent à couvrir un risque, nous avons aussi besoin d'intervenants qui peuvent soit arbitrer entre différents marchés, soit négocier par anticipation de la fluctuation des prix du marché, ce que l'on appelle communément des « spéculateurs ».

Donc un prix d'équilibre existe dans un marché grâce à ce regroupement d'optiques qui se rencontre sur la place du marché d'où l'intérêt qu'une place de marché de produits dérivés a pour la communauté des « hedge funds », qui sont des participants actifs dans les marchés de produits dérivés et qui, dans ce sens, joue un rôle important dans le fonctionnement des marchés.

Je voudrais introduire ici une notion importante, celle de la différence fondamentale entre les produits dérivés, qui se traitent en Bourse, dans un concept multilatéral et appuyés par une société de compensation, par rapport à des produits dérivés qui se négocient, ce qu'on appelle « hors Bourse », sur une base contractuelle bilatérale. Vous avez deux intervenants sur le marché au comptoir, qui vont s'entendre sur les termes d'un produit dérivé, et qui vont réaliser une transaction en fonction du risque de crédit de la contrepartie et qui vont mettre en place des mesures sur lesquelles ils vont s'entendre.

Dans un marché boursier, on fait appel à un concept multilatéral où la garantie de la performance financière est assurée par la société de compensation. Ce que l'on retrouve dans un marché boursier c'est le concept d'universalité des prix. Vous pouvez avoir dans une transaction qui va se traiter à la Bourse de Montréal, d'un côté un fonds de couverture représenté par son courtier. Je tiens à vous souligner que les fonds de couverture n'ont pas un accès direct au marché. Ils doivent passer par un courtier, qui a un statut de participant agréé de la Bourse de Montréal. Donc un fonds de couverture qui est derrière une transaction pourrait très facilement se retrouver avec, comme contrepartie, un autre courtier qui, lui, représente un fond de

made possible by the fact that you have a clearing house acting as an intermediary between the buyer and the seller, and guaranteeing the transaction for both sides.

[*English*]

The Chairman: Mr. Bitton, may I interrupt for a moment? The Canadian audience is listening. Some are sophisticated; others, like many of us, are not. Before you continue, please describe a typical derivative transaction. We have heard the words. Some of us believe we understand what they mean. When we talk to others, they say something different. You mention your derivative marketplace and your clearing house. Please give us an example of a derivative transaction and then return to your text. It is important for our audience to understand what we are talking about.

Senator Angus: As well, please tell us what you mean by guarantee.

The Chairman: Yes, that would be helpful as well.

[*Translation*]

Mr. Bitton: Fundamentally, a derivative has an economic basis. The mean economic basis for a derivative is to provide the service of risk management or risk transfer that I referred to. Basically, you are going to have financial institutions, let us take a concrete example, providing their clients mortgages and assuming an interest rate risk. The financial institution, a bank in this case, can either decide to assume the risk in its portfolio, or decide not to assume it. In that case, the institution could decide to transfer the risk to another player who is willing to assume the risk, for example, a hedge fund. You have here a typical case of two players: on the one hand, you have one player who needs risk management for its portfolio or liabilities, and on the other hand, a player who anticipates a market movement and is willing to acquire the derivative.

In derivatives lingo, you actually have two types of deal; you have what is called "futures contracts" that is a type of differed trade. That means that you can set the price today for something you are interested in buying or selling at a later date. It is a differed method, and it is obviously a price-setting mechanism that facilitates the transaction I just described.

A second type of instrument —

Senator Goldstein: What you just described, I assume that is what is commonly called an interest rate swap?

pension ou un particulier. Évidemment, ce concept multilatéral d'un marché est rendu possible par le fait que vous avez une chambre de compensation qui s'interpose entre l'acheteur et le vendeur et qui devient la garante, la contrepartie de chacun des participants.

[*Traduction*]

Le président : Monsieur Bitton, permettez-moi de vous interrompre un instant. Certains des Canadiens qui nous écoutent sont bien informés de ce qui existe dans le domaine, alors que d'autres, comme bon nombre d'entre nous, ne s'y connaissent pas très bien. Avant que vous poursuiviez votre exposé, pourriez-vous nous décrire ce qu'est une transaction au moyen d'instrument dérivé? Nous avons déjà entendu l'expression, et certains d'entre nous croient savoir ce qu'elle signifie. Mais son sens semble varier selon les personnes à qui l'on parle. Vous avez parlé de votre marché des instruments dérivés et de votre chambre de compensation. J'aimerais que vous nous donniez un exemple de transaction au moyen d'instruments dérivés, après quoi vous pourrez continuer votre exposé. Il est important pour notre auditoire de comprendre de quoi nous parlons.

Le sénateur Angus : De plus, qu'entendez-vous par garantie?

Le président : Ce serait bien que vous le précisiez.

[*Français*]

M. Bitton : Fondamentalement, un produit dérivé a une raison économique. La raison économique première d'un produit dérivé, c'est d'assurer ce service de gestion de risques ou de transfert de risques auquel j'ai fait allusion. Vous allez avoir fondamentalement des institutions financières, prenons un exemple concret, qui vont offrir des hypothèques à leurs clients et qui assument un risque de taux d'intérêt. La société financière, bancaire en l'occurrence, peut soit décider d'assumer ce risque dans son portefeuille, soit décider de ne pas l'assumer. À ce moment, la société pourrait décider de transférer ce risque à un autre intervenant qui lui, est prêt à l'assumer, par exemple un fonds de couverture. Vous avez ici un cas typique de deux intervenants : d'un côté, vous avez un intervenant qui a un besoin de gestion de risques de son portefeuille ou de son passif, et d'un autre côté, un intervenant qui anticipe un mouvement du marché et qui est prêt à acquérir le produit dérivé.

Dans le jargon des produits dérivés, vous avez en fait deux types de marché, vous avez ce qu'on appelle des « contrats à terme » : c'est un mode de négociation différée. Cela veut dire que cela vous permet de fixer aujourd'hui le prix du bien que vous êtes intéressé à acheter ou à vendre à une date ultérieure. C'est un mode différé et évidemment, c'est un mode de fixation de prix qui facilite cet échange que je viens de décrire.

Un deuxième type d'instrument...

Le sénateur Goldstein : Ce que vous venez de décrire, je présume que c'est ce qu'on appelle communément un échange de taux d'intérêt?

Mr. Bitton: In OTC lingo, it is a "plain forward," which is based on the interest rates. An interest rate swap is an instrument that is more often found in the over-the-counter market place. In fact, an interest rate swap is a series of forwards. It is someone who spreads a series of differed payments over time. The person takes a series of forwards and makes up what is called an interest rate swap. But in organized markets, the terminology that is used is that there is a futures market and an options market. The main futures market is predominantly institutional. So most of the players in a futures market for financial instruments are institutional and professional. You see very little retail activity on futures markets. They are markets used mostly by a sophisticated clientele.

Another range of products is options, which come under the definition of derivatives. Options are a flexible mechanism that enables you to manage risk too, but with ceilings or floors that you can set. Here is a really simple example: You have one share in your portfolio, just as today you tend to ensure other goods like your car or your house, so you buy some insurance, the options market allows you, among other things, to manage your portfolio risk, be it an individual share or an index, and thereby provides your portfolio with this price insurance. By buying, for example, an option to sell, you can insure the value of your share. For example, say you bought a share for $50, you have a long-term outlook in terms of that share and you want to keep it in your portfolio, but you know the share could go through some momentary turbulence and you want to insure the share price throughout that period of turbulence, say for one year, you buy an option which entitles you to set the share price at $50. So even if the market price of the share goes below $50, you reserve the right to resell the share for $50, and then, obviously, just as in real estate insurance or other insurance fields, you pay a premium for that commitment.

The advantage of options is that you can reduce the leveraging of the option, that is, when you are the buyer, you pay a premium, your risk is limited to the premium; when you are the seller, you can use that leveraging. When leveraging is used in derivatives, it is mostly used in futures contract. Because futures contract, whether you are the buyer or the seller, either way it is a commitment, a performance requirement. The risk is certainly not limited.

Obviously, derivatives, like any other instrument you might use in other fields, depend on how they are used. There are straightforward basic strategies and other more complex strategies.

M. Bitton : Dans le jargon des OTC, c'est un « plain forward » qui est basé sur les taux d'intérêt. Un échange de taux d'intérêt c'est un instrument qui se trouve davantage dans le marché au comptoir entre les intervenants. En fait, un échange de taux d'intérêt, c'est une série de « forwards ». C'est un intervenant qui, lui, va échelonner sur le temps avec des séquences de paiements différés dans le temps. Il va prendre une série de « forwards » et va constituer ce qu'on appelle un échange de taux d'intérêt. Mais dans les marchés organisés, la terminologie qu'on utilise c'est qu'on a un marché de futur et un marché d'options. Le premier marché de futur est un marché prédominant à nature institutionnelle. Donc, la majorité des intervenants dans un marché de futur sur instruments financiers sont des instruments institutionnels et professionnels. On voit très peu d'activité au détail dans les marchés futurs. Ce sont des marchés qui sont utilisés davantage par une clientèle sophistiquée.

Une autre gamme de produits, c'est les options qui rentrent dans la définition de produits dérivés. Les options, c'est un mécanisme flexible qui vous permet de gérer des risques également, mais avec des dimensions de plafond ou de niveau plancher que vous pouvez établir. Exemple, très facile : vous détenez une action dans votre portefeuille, tout comme aujourd'hui vous avez tendance à assurer d'autres biens comme votre voiture ou votre maison, donc vous achetez une assurance, alors le marché des options permet, entre autres, à gérer votre risque de portefeuille, soit une action individuelle, soit un indice, et d'assurer ainsi de vous offrir cette dimension assurance prix de votre portefeuille. En achetant, par exemple une option de vente, vous avez de cette façon la possibilité d'assurer la valeur de votre action. Exemple : vous avez acheté l'action à 50 $, vous avez une optique long terme par rapport à cette action et vous voulez la conserver dans votre portefeuille, mais vous savez que cette action pourrait traverser de façon momentanée une zone de turbulence et qu'à ce moment, vous cherchez à assurer le prix de l'action pendant cette zone de turbulence, on peut dire un an, vous achetez une option qui vous donne le droit de fixer le prix de l'action à 50 $. Donc, même si le prix au marché de l'action va descendre au-dessous de 50 $, vous vous réservez le droit de revendre cette action à 50 $, et à ce moment évidemment, tout comme dans le domaine de l'assurance immobilier ou d'autres types d'assurance, il y a une prime que vous devez payer pour cet engagement.

L'avantage des options, c'est que vous avez possibilité de réduire l'effet de levier de l'option, c'est-à-dire quand vous êtes acheteur, vous payez une prime, votre risque est limité à la prime; quand vous êtes vendeur, vous pouvez faire appel à cette notion de levier. Quand on utilise le terme de levier dans les produits dérivés, cette notion de levier on la retrouve davantage dans les contrats à terme. Parce que les contrats à terme, que vous soyez acheteur ou vendeur, dans les deux sens cela constitue un engagement, une obligation d'exécution. À ce moment, il est certain que le risque n'est pas limité.

Évidemment, les produits dérivés, tout comme tout autre instrument que vous pourrez utiliser dans d'autres sphères d'activités, dépend de la façon dont on l'utilise. Il y a des stratégies de base simples et d'autres plus complexes.

In the edge fund industry, there are specialized and professional players who use derivatives to build more complex strategies with a view to producing better performance.

[*English*]

The Chairman: Pause there. We will come back to this, but turn for a moment to Senator Angus's point that we do a forward option, and the question is what is the nature of the guarantee and how does somebody satisfy himself. Let us take your example. Somebody buys a chunk of stock at $50. He wants a forward guarantee that he will be able, if necessary, to sell that stock at no less than $50. It is a downward hedge. It is out a year and he pays a particular premium. What would be the typical premium on that? What percentage would it be, or is it a wild number?

Mr. Bitton: The number could vary depending on the price you are trying to insure. You can have insurance that fits precisely with the current price of the stock, but you will be paying more. If you are looking for insurance at a lower price than the current price of a stock, you will be paying less of a premium.

[*Translation*]

Let us come back to that example and the idea of a guarantee. The clearing house bases his guarantee on a margin deposit mechanism and a daily assessment of the risk.

[*English*]

How does that work in practice? A clearing house stands between the two parties to the transaction. The example we provided would not necessarily be a good example for the purpose of the guarantee. I mentioned earlier that with the guarantee, in the instance of purchasing an option, the risk is limited to the premium you pay. It gives you the right to exercise this option, but you pay a premium and then your risk is limited to that premium.

The Chairman: Let us follow this through. Again, this is a widely traded stock of one of the larger companies. The investor buys it and guarantees his downside with a premium.

Keeping in mind that when it goes through at the end of the day there are a clearing house, risk takers and guarantors, how can an investor be satisfied that he does a hedge or a protection for the downside of his stock based on the guarantee? How does he see through the guarantee? What form is it? Is it on behalf of the institution he is dealing with? For instance, if he is dealing with an investment company or a bank, does the bank guarantee the downside or does a third party? How is an astute investor satisfied that he has a firm guarantee having paid the premium at the other end?

Vous avez dans l'industrie des fonds de couverture, des intervenants spécialisés et professionnels qui vont faire appel aux produits dérivés pour bâtir des stratégies plus complexes qui ont comme objectif d'obtenir un rendement supérieur.

[*Traduction*]

Le président : Je vous arrête, on y reviendra. Pour le moment, j'aimerais qu'on revienne à ce que disait le sénateur Angus. Pour une option de change à terme, quelle est la nature de la garantie et comment le détenteur peut-il s'assurer d'être couvert? Reprenons votre exemple. Un acheteur acquiert un groupe d'actions à 50 $. Il veut avoir une garantie à terme qui lui permettra d'obtenir au moins 50 $ pour ses actions s'il décide de les vendre. Il s'agit d'une couverture contre la perte de valeur. Il veut être couvert pendant un an et par conséquent débourse une certaine somme d'argent. Combien devrait-il débourser? La somme représente-t-elle un pourcentage précis ou est-ce un montant aléatoire?

M. Bitton : La somme sera fonction de la valeur de l'instrument financier assuré. Il est possible de souscrire à une assurance garantissant la valeur actuelle des actions données, mais il faudra débourser davantage. Une assurance qui garantit un prix inférieur au prix actuel coûte moins chère.

[*Français*]

Revenons à cet exemple et à la notion de garantie. La société de compensation fonde sa garantie sur un mécanisme de dépôt de garantie et d'évaluation quotidienne du risque.

[*Traduction*]

Comment cela marche-t-il concrètement? Il y a une société de compensation qui agit à titre d'intermédiaire entre les deux parties ayant conclu une transaction. Pour ce qui est de la garantie, l'exemple donné précédemment n'est pas nécessairement probant. Plus tôt, en parlant de la garantie, j'ai dit que dans le cas de l'achat d'une option, les risques se limitent à la prime payée. Le détenteur a le droit de lever la dite option et paye une prime, limitant ainsi ses risques.

Le président : Tentons de passer en revue le processus. Il est question ici d'actions faisant l'objet de transactions fréquentes émises par une grande société. Un investisseur décide d'en acheter et de se protéger contre une éventuelle dépréciation en déboursant une prime.

Sachant qu'il y a plusieurs parties qui interviennent, à savoir la société de compensation, l'investisseur qui prend des risques et le garant, comment l'investisseur peut-il être sûr qu'il est couvert ou protégé par le biais d'une garantie contre une éventuelle dépréciation de ses actions? Comment fait-il pour déchiffrer la garantie? Sous quelle forme se présente-t-elle? La garantie émane-t-elle de l'institution avec laquelle il transige? Par exemple, si l'investisseur fait affaire avec une société de placement ou une banque, la garantie est-elle assurée par ces organismes-là ou par une tierce partie? Comment l'investisseur averti peut-il être sûr qu'en payant une prime ses investissements seront garantis?

Turning to insurance, do you look at their insurance portfolio and balance sheet and satisfy yourself that if something happens and you die, this company will be able to sustain the payment of your insurance?

How does one look through these transactions to satisfy himself that there is a security at the other end for this payment?

[*Translation*]

Mr. Bitton: The clearing house provides the guarantee in terms, first, of the monetary settlement — monetary settlement implies that you are buying the option.

[*English*]

The Chairman: What stands behind the clearing house?

Mr. Bitton: That is the direction I am headed in my answer.

[*Translation*]

There are two facets to the insurance-monetary settlement guarantee. For holders of derivative positions with a commitment, and obligation, the clearing house demands margin deposits. It requires collateral or an acceptable form of margin deposit to be posted with the clearing house. It is all done trough the broker, who is a member of the clearing house.

The client has requirements to meet in relation to the broker, but the broker has to post the margin with the clearing house. So the clearing house has that margin, that is the first part of the guarantee, and it has the collateral on deposit.

The clearing house also follows continuously, from day to day, and even over the course of the day, the evolution in the price of the instrument. The margin is generally determined according to risk assessment methods based on an historical analysis of volatility and also on stress testing, in an attempt to cover periods of extreme volatility in the past; the clearing house sets the amount of the margin based on that historical volatility and stress testing. The clearing house sets the amount and then requires the broker to put up sufficient collateral to cover that guarantee.

However, the process does not stop there. Once the margin has been deposited, there is monitoring, constant monitoring of the evolution of the market, and this could lead the clearing house to act. If at any time there is a price fluctuation beyond historical norms, such that the margin has to be greater than one was required, the clearing house can act and require, in the course of the day, the broker to provide additional margin to cover the commitment it made.

Pour ce qui est de l'assurance, examinez-vous le portefeuille d'assurance et les bilans de la société en question dans le but de vous assurer qu'en cas de décès, les primes d'assurance continueraient à être payées?

Comment l'investisseur est-il sensé démêler les différentes transactions pour être sûr qu'en échange de son paiement il sécurise ses investissements?

[*Français*]

M. Bitton : La société de compensation assure la fonction de garantie au niveau, d'abord, du règlement monétaire — le règlement monétaire implique que vous achetiez l'option.

[*Traduction*]

Le président : Qu'a la société de compensation comme garantie?

M. Bitton : Justement, j'y arrivais.

[*Français*]

Il y a deux facettes, dont l'assurance-garantie du règlement monétaire. La Chambre de compensation, pour les détenteurs de positions de dérivés qui ont un engagement, qui ont une obligation, va exiger des dépôts de garantie. Elle va exiger que du collatéral ou une forme acceptable de dépôt de garantie soit déposée auprès de la Chambre de compensation. Le tout se fait par le biais du courtier, qui lui est membre de la Chambre de compensation.

Le client a des exigences qu'il doit respecter vis à vis son courtier, mais le courtier doit déposer auprès de la Chambre de compensation cette garantie. La Chambre de compensation a donc cette garantie, c'est le premier volet de la garantie, et elle a ce collatéral en dépôt.

La Chambre de compensation suit également en continu, au jour le jour, et même durant la journée, l'évolution des prix de l'instrument. Si la garantie qui généralement est fixée en fonction de modèles d'évaluation de risques basés sur l'analyse historique de volatilité et aussi basée sur des situations d'évaluation du stress pour tenter de couvrir des périodes extrêmes de volatilité passée, la Chambre de compensation va établir le montant de la garantie en fonction de cette volatilité historique et de cette évaluation du stress. Elle va chiffrer cette garantie et à ce moment exiger du courtier de déposer suffisamment de collatéral pour couvrir cette garantie.

Le processus, toutefois, ne s'arrête pas là. Une fois que cette garantie est déposée, il y a un monitoring, un contrôle continu de l'évolution du marché, qui pourrait amener la Chambre de compensation à agir. S'il y a, à un moment donné, une fluctuation de prix qui est en dehors des normes historiques, qui fait en sorte que la garantie doive être supérieure à ce qui a été exigé, la Chambre de compensation peut agir et demander, en cours de journée, que le courtier lui transfère des garanties additionnelles pour satisfaire l'obligation qu'elle a prise.

[*English*]

The Chairman: I will return to that, but it is important to understand the transaction.

At the end of the day, there is a guarantee, there is surveillance of the guarantee, there is a clearing house daily look; but is it all based on a historic pattern?

Mr. Bitton: Not necessarily, no. It is based on a historic pattern, stress testing and an ongoing risk management process.

The Chairman: What happens if the unpredictable occurs, a collapse in the marketplace? I am not talking about a modest collapse of 50 points or 70 points. I mean 500 points or 600 points. We have seen in our lifetime a number of serious market collapses, one just four or five years ago in the tech market.

What happens if there is a precipitous collapse? Can one be satisfied at the bottom of this that with stress analysis and so on the investor will still be protected if a very steep downturn in the marketplace occurs?

Mr. Bitton: History is the best proof that the system works. If there is a failure of a participant, then the clearing house will use the margin on deposit to try to meet the obligation or the financial amount resulting from that failure. If that is not sufficient, as a second step we require each clearing house member to deposit with the clearing house what we call guaranteed funds or a clearing fund. That is a reserve fund that is maintained and used only if there is a failure.

Normally the first step is to look at the margin. The margin deposit, with the mechanisms I explained, is based on historical volatility, stress testing and ongoing risk management monitoring and should be sufficient to cover the failure.

If not, we look at the reserve fund. The clearing members, who are basically the credit ring of the system, have an obligation to contribute an additional 100 per cent of what they have in that clearing fund, if there is a failure.

The Chairman: What is the amount of the original coverage? Is it 5 per cent or 10 per cent?

Mr. Bitton: The coverage varies depending on the volatility. For a very volatile futures contract based on an underlying interest, obviously the margin will be at the higher level.

The Chairman: Give us an example of that level.

Mr. Bitton: Currently, for SXF, our stock index futures contract, we charge approximately 7 per cent of the value of the contract.

The Chairman: Let us use that as an example, to follow this through. We are concerned about the extent of the downside risk.

[*Traduction*]

Le président : J'y reviendrai, mais pour le moment je pense qu'il est important de comprendre la transaction.

Au bout du compte, il y a une garantie, donc il y a un suivi, en plus du suivi assuré par la société de compensation au jour le jour. Tout ceci est-il fonction de l'analyse historique?

M. Bitton : Pas toujours. On prend en compte l'analyse historique, mais aussi l'évaluation de la tension, en appliquant un processus de gestion des risques permanents.

Le président : Et si, contre toute attente, le marché s'effondrait? Je ne parle pas ici d'une perte de 50 ou 70 points, mais plutôt de 500 ou 600 points. De notre vivant, nous avons assisté à un certain nombre d'effondrements du marché, notamment l'implosion du marché des technologies il y a quatre ou cinq ans seulement.

Qu'arrive-t-il en cas d'effondrement soudain? En faisant une analyse des contraintes, par exemple, peut-on croire que l'investisseur sera protégé en cas de ralentissement marqué du marché?

M. Bitton : L'histoire a prouvé que le système fonctionne bien. En cas de problème pour un participant, la chambre de compensation se servira du dépôt de garantie pour satisfaire aux obligations ou rembourser la somme dont fait l'objet ce défaut de paiement. Si ce n'est pas suffisant, à la deuxième étape, nous demandons à chaque membre de la chambre de compensation de donner un dépôt qu'on appelle le fonds garanti ou le fonds de compensation. Il s'agit d'une réserve qui est gardée et qui ne sert qu'en cas de défaut de paiement.

Normalement, nous employons d'abord le dépôt de garanti. Selon les mécanismes dont j'ai parlé, le dépôt de garanti est calculé selon la volatilité historique, le test de tension et un contrôle de gestion continue en fonction du risque et il devrait suffire en cas de pépin.

Si ce n'est pas suffisant, il y a le fonds de réserve. Les membres de la chambre de compensation qui sont essentiellement le réseau de crédit du système, sont tenus de contribuer un supplément de 100 p. 100 de ce qu'ils ont dans le fonds de compensation, en cas de défaut.

Le président : Quelle est la couverture initiale? Est-ce 5 p. 100 ou 10 p. 100?

M. Bitton : La couverture varie selon la volatilité. Pour un contrat à terme très volatile en fonction d'un produit faisant l'objet d'option, le dépôt de garanti sera plus élevé.

Le président : Donnez-nous un exemple de ces niveaux supérieurs.

M. Bitton : Actuellement, pour les contrats à terme sur indices boursiers ou SXF, nous exigeons environ 7 p. 100 de la valeur du contrat.

Le président : Prenons cet exemple, et allons jusqu'au bout. Nous sommes préoccupés par l'ampleur du risque de perte en cas de baisse.

If somebody does a futures contract, puts up cash for 7 per cent and the market falls 500 points — not unreasonable as we have seen precipitous falls greater than that — the 7 per cent would not cover that, even if it were doubled to 14 per cent. Is that right? Please clarify this for us.

[*Translation*]

Jacques Tanguay, vice-president, Regulatory Division, Montreal Exchange: Mr. Chairman, one of the things the clearing house can do is this: in the course of the day, if it sees that the market is taking a dive, it can issue "intraday" margin calls.

I should point out that the calculations of the margin and collateral required by the clearing house are done based on the worst case scenario. For example, the clearing house examines what would happen if there was another situation like Black Monday in the 1980's, or Russia defaulting on its debt. Those are the factors it takes into account in examining the worst case scenario. The calculation methods determine with 99.5 per cent certainty that the margins and collateral required are adequate.

So the clearing house is comfortable enough with the fact that what it requires of his members on a daily basis is sufficient to cover the worst case scenarios with a 99.5 per cent confidence level. In addition, as Mr. Bitton said, there is the clearing fund, which is a separate fund; its purpose is to cover potential situations of insufficient collateral. There are many mechanisms that limit the risk of defaulting on the guarantee.

Mr. Bitton: What we are advocating here today is that, as demonstrated around the world, the clearing and guarantee mechanism operated by the clearing house in organized derivatives markets should be the industry's mechanism of choice. I did attempt in my remarks to explain how over the contract deals are different; there are only two parties and the mechanism we have described to you is lacking. Over the contract deals really depend on the credit wordiness of the other side. That is increasingly taking into consideration, but in over the contract dealings, although there is an increasing "collateralization" of these dealings, with collateral being put up more and more often, you do not have the ongoing risk management function that is performed by a clearing house. That means a clearing house is in a more dynamic reactive or preventive mode. It has and hold assets covering obligations with 99.8 per cent confidence certainty and has more than one way of taking into account historic volatility, including periods of increased volatility, which are called stresses.

The systemic risks resulting from default by a participant in the organized derivatives market are limited by the presence and role of a clearing house. Furthermore, and this should reassure committee members about what I have just said, there is the Basel I Accord, which governs financial institutions and includes capital requirements to cover credit risk in the

Pour un contrat à terme, si une personne donne 7 p. 100 et que le marché baisse de 500 points, ce qui n'est pas déraisonnable compte tenu des chutes plus marquées que nous avons déjà vues, le 7 p. 100 ne couvrirait pas la perte, même s'il était doublé à 14 p. 100, n'est-ce pas? Pourriez-vous nous expliquer tout cela.

[*Français*]

Jacques Tanguay, vice-président, Recherche et développement, Bourse de Montréal : Monsieur le président, une des choses que la Chambre de compensation peut faire est ce qui suit : en cours de la journée, si elle voit que le marché prend une forte tendance à la baisse, elle peut faire des appels de marge « intraday ».

Il faut mentionner le fait que les calculs de marge et de collatéral requis par la Chambre de compensation sont faits en fonction du pire scénario. Par exemple, la Chambre de compensation examine ce qui se produirait si l'on vivait à nouveau une situation comme celle du lundi noir des années 1980, du défaut de la Russie à remBourser sa dette. Ce sont ces éléments qu'elle prend en considération et elle examine le pire scénario possible. Les modèles de calculs établissent à 99,5 p. 100 le degré de certitude que les marges et collatéraux requis soient suffisants.

Donc, la corporation de compensation est suffisamment confortable avec le fait que ce qu'elle demande à ses membres, sur une base quotidienne, est suffisant pour couvrir les pires scénarios avec un niveau de confiance de 99, 5 p. 100. Et en plus, comme M. Bitton le mentionnait, il y a le fonds de compensation, qui est un fonds séparé dont l'objectif est de couvrir des situations où il pourrait y avoir insuffisance de collatéral. Il y a beaucoup de mécanismes qui font en sorte que le risque qu'il y ait un défaut sur le plan de la garantie sont limités.

M. Bitton : Ce que nous préconisons ici aujourd'hui, c'est que tel que démontré à travers le monde, le mécanisme de compensation et de garantie assuré par la Chambre de compensation dans des marchés organisés de produits dérivés devrait être le mécanisme de choix de l'industrie. Car j'ai voulu quand même nuancer dans mes propos la façon que se négocie un contrat qui se traite hors Bourse, donc avec des conditions bilatérales sans ce mécanisme qu'on vous a décrit. Parce que hors Bourse, réellement, on traite en fonction de la qualité de crédit de la contrepartie. On y rattache de plus en plus, par contre dans les activités hors Bourse, des éléments de « collatérisation », donc il y a du collatéral qui est de plus en plus déposé, mais on n'y rattache pas dans l'activité hors Bourse le mécanisme de gestion de risque en continu, qui est assumé par une chambre de compensation. Cela veut dire qu'une chambre de compensation est en mode réactif ou préventif plus dynamique. Elle détient et elle possède des actifs qui couvrent des obligations avec des certitudes de confiance de 99,8 p. 100 et ne tient pas compte seulement d'une manière de volatilité historique, mais également de périodes de volatilité accrue, ce qu'on appelle des stress.

Les risques systémiques découlant de la défaillance d'un participant dans le marché, qui traite dans un marché de produits dérivés organisé, sont limités par la présence et le rôle d'une chambre de compensation. D'ailleurs, dans ce sens, pour aussi réconforter les membres de ce comité par rapport à ce que je viens de dire c'est qu'il y a l'accord de Bâle numéro un qui régit les

exchange market; under that agreement, if the parties to an over the counter transaction take that transaction and post it with an exchange or clearing house, the capital requirement will be reduced from what would have been required on the over the counter market. So that is one thing we at the Montreal Exchange found encouraging. The clearing house, the CDCC, now provides clearing services to the OTC market.

[*English*]

Mr. Bitton: The Canadian Derivatives Clearing Corporation now offers over-the-counter or OTC clearing services to participants of the OTC market that could benefit from this financial market security.

The Chairman: What is the size of the clearing house?

Mr. Bitton: We have margin on deposit of approximately $1.5 billion. The clearing fund is approximately $300 million and can get up to another $300 million in case of failure. That is more or less the current size, although these figures vary over time. It depends on the positions held by participants in the market.

The Chairman: The overall hedge fund market is approaching somewhere between $40 billion and $50 billion in Canada. This would be a small portion of that; it is an item within the overall hedge fund market.

Mr. Bitton: We have just described the size of the funds that are used.

The position held in the market by participants based on the notional underlying value is currently close to $600 billion. If you want to use a comparative figure, the Montreal Exchange currently has positions based on notional value of approximately $600 billion. On a daily basis we trade an average of $70 billion of notional value. That is the market scope right now.

Senator Angus: That includes only the transactions that go through the Bourse de Montréal; the over-the-counter transactions are not included in that. Do you know how much trading there is in the OTC market?

Mr. Bitton: Some statistical figures are provided, for example, by the Bank of Canada. We have recent figures of maybe 40 per cent of the market in the interest rate field and 30 per cent in the equity derivative field. The rest is over the counter.

In terms of volume traded or transactions generated, we have the majority of the activity. In terms of notional value, because this is the nature of the OTC market, the hedging activity is large. In notional value terms, this is our market share.

Senator Angus: If I understood you, all the transactions that go through the exchange are protected by the clearing house. However, for OTC transactions, you offer investors the service

institutions financières et qui reconnaît dans ses exigences de capital pour couvrir le risque de crédit dans le marché boursier; elle reconnaît, en fait, que si un intervenant ou si une activité ou deux intervenants liés à une transaction dans le marché au comptoir prennent cette transaction et la dépose auprès d'une Bourse ou une chambre de compensation, l'entente de Bâle reconnaît que l'exigence de capital sera réduite par rapport à l'exigence de capital, qui aurait été exigée dans un marché au comptoir. Ce qui veut dire que vous avez là une facette, qui nous a encouragés à la Bourse de Montréal. La Chambre de compensation, la CDCC, offre maintenant des services de compensation au marché OTC.

[*Traduction*]

M. Bitton : La Corporation canadienne de compensation des produits dérivés offre maintenant des services de compensation hors cote aux participants du marché hors cote qui pourraient profiter de ce service de sécurité par rapport au marché financier.

Le président : De quelle taille est la chambre de compensation?

M. Bitton : Nous avons des dépôts de garanti pour environ 1,5 milliard de dollars. Le fonds de compensation est d'environ 300 millions de dollars et peut être doublé en cas de défaut. C'est plus ou moins la taille actuelle, mais ces chiffres varient avec le temps. Tout dépend des positions des participants au marché.

Le président : L'ensemble du marché des fonds de couverture tourne autour de 40 ou 50 milliards de dollars au Canada. Ce ne serait qu'une petite portion de ce marché. Ce n'est qu'une partie de l'ensemble du marché des fonds de couverture.

M. Bitton : Nous venons de décrire la taille des fonds employés.

Les positions sur le marché des participants, d'après la valeur théorique pour leurs produits, est d'environ 600 milliards de dollars. À titre de comparaison, signalons que la Bourse de Montréal a actuellement des positions dont la valeur théorique est d'environ 600 milliards de dollars. Chaque jour, nous avons des échanges dont la valeur théorique est de 70 milliards de dollars. Voilà l'ampleur actuelle du marché.

Le sénateur Angus : Mais il ne s'agit que des opérations de la Bourse de Montréal. Cela ne comprend pas les opérations hors cote. Savez-vous quelle est l'ampleur des échanges pour le marché hors cote?

M. Bitton : La Banque du Canada, entre autres, fournit des statistiques là-dessus. D'après les chiffres récents, c'est environ 40 p. 100 du marché des taux d'intérêt et 30 p. 100 de celui des instruments dérivés sur actions. Le reste est négocié hors cote.

Pour ce qui est du volume des échanges et des opérations, nous avons le gros de ces activités. En termes de valeur théorique, puisque c'est la nature du marché hors cote, le secteur spéculatif est important. En termes de valeur théorique, c'est notre part de marché.

Le sénateur Angus : Si je vous comprends bien, toutes les opérations de votre bourse sont protégées par la Chambre de compensation. Les opérations hors cote, toutefois, bénéficient des

of a clearing house but they do not have to use it. Most of the over-the-counter transactions are not so protected. Am I right on that?

services d'une chambre de compensation, facultative pour les investisseurs. La plupart des opérations hors cote ne sont pas ainsi protégées. Ai-je bien compris?

Mr. Bitton: We recently started offering this service for OTC business and we anticipate seeing a lot of activity coming to the clearing house. Also, we expect to see institutions looking to reduce the capital required on the credit risk. As mentioned earlier, if you move an OTC activity into a clearing house, you benefit.

M. Bitton : Nous n'offrons ce service pour les opérations hors cote depuis peu et nous nous attendons à ce que la chambre de compensation nous donne un bon volume d'affaires. Nous nous attendons aussi à ce que les institutions cherchent à réduire le capital nécessaire pour les risques associés au crédit. Comme vous l'avez dit plus tôt, il est avantageux de faire bénéficier les opérations hors cote des services d'une chambre de compensation.

We think that we will see more of the OTC activity moving to an exchange. I would not say an exchange. Let us remember, an exchange provides a price discovery facility based on standardized terms.

Nous pensons que de plus en plus d'opérations hors cote se feront à la bourse. En fait, ce n'est pas ce que je devrais dire. Rappelons qu'une bourse offre un mécanisme de détermination des prix uniformisé.

What we see mostly in the OTC market are derivative products tailored to specific needs. I am specifically referring to the ability to provide those tailored derivative transactions to be cleared by the clearing house for the benefit of the risk-management facility.

Ce qu'on voit surtout dans le marché hors cote, ce sont des produits dérivés adaptés à certains besoins. Je parle particulièrement de la capacité d'offrir ces opérations sur des produits dérivés adaptés avec les services de gestion du risque de la chambre de compensation.

This is a good question. The two markets are complementary in a sense because we see a lot of the activity generated on the exchange, and that is basically activity done by OTC derivative traders. Let us say if you are swap traders in the OTC market you are taking a risk because you are meeting the risk of your customers, and that risk is transferred to another participant via the exchange. There is a lot of complementary activity between the two.

C'est une bonne question. Ces deux marchés se complètent, puisque beaucoup d'activités sont suscités à la bourse par les spéculateurs de produits dérivés hors cote. Si vous êtes un spéculateur en soit sur le marché hors cote, vous prenez un risque, celui de vos clients, et ce risque est transféré à un autre participant, dans le cadre de la bourse. Il y a beaucoup d'activités complémentaires entre les deux.

The Chairman: I think we understand that. The numbers you gave us were for the Montreal Exchange. Do you know how big the market would be nationwide?

Le président : Je pense que nous comprenons. Vous nous avez donné des chiffres pour la Bourse de Montréal. Quelle est la taille du marché mondial?

Mr. Bitton: The figures I just gave you strictly refer to activity on the Montreal Exchange.

M. Bitton : Les chiffres que je vous ai donnés ne se rapportent qu'à la Bourse de Montréal.

The Chairman: You were the quasi-exclusive traders of the derivative market.

Le président : Vous êtes pratiquement les seuls spéculateurs de ce genre, pour le marché des produits dérivés.

Mr. Bitton: That is right.

M. Bitton : C'est exact.

The Chairman: Is there anyone else across Canada doing this work?

Le président : Est-ce que quelqu'un d'autre au Canada fait le même travail?

Mr. Bitton: Following the restructuring deal in 1999, there is an exclusivity arrangement until 2009. That makes us the only financial derivative exchange. There is the Winnipeg Commodity Exchange, which deals in canola.

M. Bitton : Depuis la restructuration de 1999, nous avons l'exclusivité jusqu'en 2009. Nous sommes donc la seule bourse de produits financiers dérivés. Il y a aussi la bourse des marchandises de Winnipeg, pour le canola.

The Chairman: That is more commodities-driven.

Le président : Il s'agit plutôt de denrées.

Mr. Bitton: That is right. We are the only Canadian derivative financial exchange. As I mentioned earlier in my remarks, we are exposed to international competition because our competitors are all the global futures market.

M. Bitton : C'est exact. Nous sommes la seule bourse de produits financiers dérivés au Canada. Comme je l'ai déjà dit, nous sommes exposés à une concurrence internationale, nos concurrents étant d'autres marchés de contrats à terme mondiaux.

The Chairman: Like Chicago?

Le président : Comme la Bourse de Chicago?

Mr. Bitton: Yes, among others. We obviously look at some type of products. We are not in a situation where we have no competing force; we in a competitive environment.

M. Bitton : Oui, entre autres. Nous avons évidemment à considérer certains types de produits. Ce n'est pas comme s'il n'y avait pas de concurrence, nous sommes dans un milieu très compétitif.

[*Translation*]

At this point, unless there are any other questions on financial security, let us move on to the second component of protection. I said at the beginning of my remarks that financial security was the first component of our market protection.

The second component of protection is what is called "monitoring participants and market security." I am going to ask Mr. Tanguay to talk to you about market security, which is provided by the Montreal Exchange.

Mr. Tanguay: Hedge funds do not have direct access to our market. As a matter of fact, there is currently no exchange anywhere in the world that allows hedge funds to participate directly in their market. In order to become a participant with direct access to the Montreal Exchange, the participant has to be registered as a broker with a provincial securities commission or regulator or in the case of our foreign participants, with a foreign regulator.

By the way, we currently have 90 brokers who are approved by participants, 60 of whom are Canadian and 30 foreign. Of the foreign brokers, 25 are American and 5 British.

In addition to the requirement that brokers be registered with a regulator, they also must be members of a recognized self-regulating body. In Canada, the recognized self-regulating body for the purposes of monitoring capital and managing client accounts is the Investment Dealers' Association of Canada. Brokers must also be members of the Canadian Investor Protection Fund. That fund protects investors in the event of broker insolvency. There is currently $250 million in the fund, not counting available lines of credit. That covers clients in the event that their broker should go bankrupt.

Brokerage staff are also required to have the necessary skills to deal in the products listed on the Montreal Exchange. This means that dealers of these products have to have taken the courses prescribed by regulators on issuing options and futures contracts. Among other things, we also look at whether the broker has the required capital and what systems and procedures are in place, particularly with respect to dealing in derivatives in our market.

Finally, brokers who want to become approved participants in the Montreal Exchange have to submit a business plan setting out, over a spend of three to five years, what their intentions are in terms of activity on the exchange's derivatives market.

Brokers have to go through this approval process before becoming what we call "approved participants" with direct access to our market. In all of this, hedge funds ultimately end up as clients of these brokers. They must go through a broker approved by the exchange.

[*Français*]

À ce stade-ci, à moins qu'il y ait d'autres questions sur la sécurité financière, passer au deuxième volet de protection. J'ai dit au début de mes propos que la sécurité financière constituait le premier volet de protection de notre marché.

Le deuxième volet de protection est ce qu'on appelle la « surveillance des participants et la sécurité du marché ». À cet égard, je vais demander à M. Tanguay de vous parler du volet de sécurité du marché, qui est assumé par la Bourse de Montréal.

M. Tanguay : Les fonds de couverture n'ont pas un accès direct à notre marché. D'ailleurs, il n'y a pas une bourse à l'heure actuelle au monde qui admet les fonds de couverture comme des participants directs à leur marché. Pour devenir un participant avec un accès direct au marché de la Bourse de Montréal, il faut nécessairement que le participant soit inscrit à titre de courtier auprès d'une commission de valeurs provinciale ou d'un régulateur provincial ou dans le cas de nos participants étrangers, auprès d'un régulateur étranger.

Je mentionne en passant qu'à l'heure actuelle, nous avons 90 courtiers qui ont reçu l'approbation de participants agréés, dont 60 Canadiens et 30 étrangers. À l'étranger, nous avons 25 courtiers américains et 5 courtiers anglais.

En plus d'exiger que le courtier soit inscrit auprès d'un régulateur, il faut aussi qu'il soit membre d'un organisme d'autoréglementation reconnu. Au Canada, l'organisme d'autoréglementation reconnu, pour les fins de surveillance du capital et de gestion des comptes client, est l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières ou Investment Dealers' Association. Le courtier doit également être membre du Fonds canadien de protection des épargnants. Ce fonds assure la protection des investisseurs en cas d'insolvabilité des courtiers. À l'heure actuelle, il y a dans le fonds 250 millions de dollars, sans compter les marges de crédit dont le fonds dispose. Cela couvre les clients en cas de faillite de leur courtier.

On demande aussi que le personnel du courtier ait les compétences nécessaires pour négocier les produits qui sont inscrits à la Bourse de Montréal. Ce qui veut dire que les gens qui négocient ces produits doivent avoir suivi les cours prescrits par les régulateurs relativement à la distribution d'options et de contrats à terme. Entre autres choses, on regarde également si le courtier a le capital nécessaire et quels sont les systèmes et les procédures qui sont en place, tout particulièrement en ce qui concerne la négociation des produits dérivés sur notre marché.

Finalement, les courtiers qui veulent devenir des participants agréés de la Bourse de Montréal doivent soumettre un plan d'affaires dans lequel ils établissent, sur un horizon de trois à cinq ans, quelles sont leurs intentions en termes d'activités sur le marché des produits dérivés de la bourse.

Les courtiers doivent passer par ce processus d'approbation avant de devenir ce qu'on appelle un « participant agréé » et d'avoir accès direct à notre marché. Dans tout cela, les fonds de couverture en bout de ligne se retrouvent simplement comme des clients de ces courtiers. Ils doivent obligatoirement passer par un courtier approuvé par la bourse.

One of our main goals is to ensure market integrity and prevent any manipulation and avoid any distortion in the price discovery mechanisms. That is our main regulatory goal. To this end, we have put in place a number of tools to allow us to reach those goals.

The main tool we have is what we call "position reports." Once a participant in the exchange or one of his or her clients holds over a certain number of futures or options contracts, the approved participant and the client are required to report to the exchange on the positions they hold. For options, they are required to report to us weekly on the positions they hold. It is a very detailed report that describes the instrument, the expiry date and in the case of options, the exercise price. Together with this information, we also have all of the client identification information. We would know that Mr. so and so holds 300 options on such and such a share.

[*English*]

The Chairman: We understand that. We heard some of the parallel testimony yesterday with Mr. Wilson about the regulatory oversight you have in terms of the investment managers and so on. Is there something more you want to add? I do want to get to questions.

[*Translation*]

Mr. Tanguay: By requiring periodic position reports, we can, first of all, identify the major players in our market, including hedge funds. We can also do cross-referencing, because in many cases, clients, especially institutional and hedge fund clients, have accounts with a number of brokers. The reports we get enable us to cross-reference and identify the overall position held by an institution or hedge fund under a specific contract.

[*English*]

The Chairman: You aggregate the various reports from the various managers or funds so that you can identify if they were overindulging in one particular sector or one particular stock and the risk therefore is greater.

Senator Angus: In the Emirates, would you have seen the guy who stayed too long in the gas stock or gas futures at that price?

The Chairman: From your reports, can you tell that the portfolio is unbalanced and the risk is not properly balanced?

[*Translation*]

Mr. Tanguay: For options, it is once a week, and for futures contracts, it is twice a week. One of the goals is to avoid any particular individual or entity holding and overly heavy position.

Un de nos principaux objectifs est d'assurer l'intégrité du marché et de faire en sorte qu'il n'y ait pas de manipulation et que les mécanismes de découverte de prix ne subissent pas de distorsion. C'est notre principal objectif au plan réglementaire. À cette fin, on a mis en place plusieurs outils pour nous permettre d'atteindre ces objectifs.

Le principal outil dont on dispose est ce qu'on nomme des « rapports de position ». À partir du moment où un participant de la bourse ou un de ses clients détient plus qu'un certain nombre de contrats à terme ou de contrats d'option, il y a une obligation pour le participant agréé et son client de faire rapport à la bourse sur les positions qu'il détient. Du côté des options donc, une fois par semaine, on doit nous faire rapport sur les positions détenues. C'est un rapport très détaillé qui décrit l'instrument, l'échéance et dans le cas d'options, le prix de levée. En même temps qu'on a cette information, on a aussi toutes les informations relatives à l'identification des clients. On peut savoir que monsieur X détient 300 contrats d'options sur telle action.

[*Traduction*]

Le président : Nous le comprenons. Nous avons entendu un témoignage parallèle hier, M. Wilson parlant du contrôle réglementaire nécessaire pour les directeurs des placements, par exemple. Voulez-vous ajouter quelque chose? Je voudrais qu'on passe aux questions.

[*Français*]

M. Tanguay : Le fait de demander des rapports de position de façon périodique nous permet, premièrement, d'identifier les joueurs importants sur notre marché, y compris les fonds de couverture. Cela permet également de faire des recoupements parce que dans bien des cas, les clients, surtout du côté institutionnel et des fonds de couverture, vont avoir des comptes chez plusieurs courtiers. Les rapports fournis nous permettent donc de faire des recoupements et d'identifier la position globale détenue par une institution ou un fonds de couverture dans un contrat spécifique.

[*Traduction*]

Le président : Vous mettez ensemble les divers rapports des directeurs ou des fonds afin d'identifier les déséquilibres en faveur d'un secteur donné, ou d'une valeur donnée qui pourrait faire augmenter le risque.

Le sénateur Angus : Dans les émirats, auriez-vous vu celui qui a consacré trop de temps aux contrats à terme ou aux valeurs boursières pour le gaz, à ce prix?

Le président : D'après vos rapports, pouvez-vous nous dire si un portefeuille est déséquilibré et si le risque n'est pas bien réparti?

[*Français*]

M. Tanguay : Dans le cas des options, c'est une fois par semaine, dans le cas des contrats à terme, c'est deux fois par semaine. Un des objectifs est d'éviter qu'une personne ou une

One of the objectives is to identify situations of concentration. That is why we have what are known as position limits. There are thresholds that cannot be exceeded.

[*English*]

The Chairman: How can you determine whether someone is going beyond a limit? What powers do you have to say to a licensed member that his portfolio is tilted? We heard from Mr. Wilson yesterday that they can take a look at something that is apparently wrong, but they do not necessarily survey the hedge fund portfolio.

[*Translation*]

Mr. Tanguay: It is in our regulations. It is provided for in the exchange's regulations. As a matter of fact, that goes for all derivatives exchanges.

[*English*]

The Chairman: Your exchange regulations are more intense in that sense than those of the Toronto Stock Exchange.

[*Translation*]

Mr. Tanguay: Definitely.

[*English*]

The Chairman: I am talking about it as it applies to directors.

[*Translation*]

Senator Goldstein: Can you refuse transactions if someone has reached the limit?

Mr. Tanguay: Yes. In fact, when someone has reached the limit, there are two possible scenarios: if the positions are held for purely speculative purposes, no permission will be given to exceed the limit; if, however, the positions are held to cover or protect a portfolio, the position limit can be extended. But the applicant has to prove to us that coverage is really what he or she is looking for.

Senator Goldstein: So it is on a case by case basis.

Mr. Tanguay: Yes, it is case by case.

[*English*]

The Chairman: We are trying to understand this very complicated area. Is there anything you would like to add before we turn to Senator Harb for some questions?

[*Translation*]

Mr. Tanguay: I am just going to leave it at position reports and position limits, because I think that is our main tool for managing the risks associated with transactions on our market.

entité en particulier détienne une position trop importante. Un des objectifs est d'identifier les situations de concentration. À cet effet, on a ce qu'on appelle des limites de position. Il y a des seuils qui ne peuvent pas être dépassés.

[*Traduction*]

Le président : Comment pouvez-vous décider si quelqu'un dépasse la limite? Disposez-vous de pouvoir pour dire à un membre agréé que son portefeuille est déséquilibré? Nous avons entendu le témoignage de M. Wilson hier; son institution peut se pencher sur quelque chose qui semble déplacé, mais n'examine pas nécessairement le portefeuille des fonds de couverture.

[*Français*]

M. Tanguay : C'est dans notre réglementation. C'est prévu dans les règlements de la bourse. C'est le cas d'ailleurs de toutes les bourses de dérivés.

[*Traduction*]

Le président : Les règlements de votre bourse sont, en ce sens, plus contraignants que ceux de la Bourse de Toronto.

[*Français*]

M. Tanguay : Définitivement.

[*Traduction*]

Le président : Je parle de la façon dont cela s'applique aux administrateurs.

[*Français*]

Le sénateur Goldstein : Avez-vous le droit de refuser des transactions advenant le cas où quelqu'un atteint sa limite?

M. Tanguay : Oui. En fait, quand quelqu'un atteint la limite, il y a deux scénarios possibles : si les positions sont prises uniquement à des fins de spéculation, il y n'aura aucune permission accordée d'excéder cette limite; si, en revanche, ces positions sont prises pour couvrir ou protéger un portefeuille, on peut alors consentir une extension à la limite de position. Mais il faut que le demandeur nous prouve que c'est vraiment une couverture qu'il veut faire.

Le sénateur Goldstein : Donc, c'est du cas par cas.

M. Tanguay : Oui, c'est du cas par cas.

[*Traduction*]

Le président : C'est un domaine très complexe, que nous nous efforçons de cerner. Aimeriez-vous ajouter quelque chose avant que nous laissions le sénateur poser des questions?

[*Français*]

M. Tanguay : Je vais m'en tenir à ces rapports de position et les limites de position car je pense que c'est notre outil le plus important pour gérer les risques des d'opérations effectuées sur notre marché.

[*English*]

Senator Harb: You stated that, on average, the Canadian Derivatives Clearing Corporation processes about $70 billion a day. Would you see that as being a large-volume payment system or a low-volume payment system, as compared to, for example, the Canadian Payments Association, which deals with large-value transfer systems, averaging daily about 18,000 transactions, valued at $145 billion? Where does your organization fit in?

Mr. Bitton: First, we have to clarify the $70-billion figure. When you deal in futures contracts, the futures can be based on banker acceptance. Each contract is $1 million. If you trade 10 contracts, you trade a notional value of $10 million, but the actual exchange of funds that results from taking a position in the futures market is what I described before, variation margin.

Basically, the funds that are exchanged on a day-to-day basis correspond to the price fluctuation of the futures contract from one day to the next. These amounts are much smaller than the notional value. The notional value is the absolute risk. If you come to delivery, so you are at the end of the futures contract, you know that there is an exchange of funds.

Another important point is that in the futures world there are two types of instruments. There are physically delivered futures contracts and there are financial contracts, which are basically cash-settled contracts. In other words, at the end of a period, rather than delivering the actual, let us say, $100,000 of bonds, you basically just exchange money differential between the actual value of the bonds at expiry and your futures contract. That is to say that in fact the money being exchanged on a daily basis is much smaller in scope.

Senator Harb: On October 4, 2006, a task force released a report entitled *Canada Steps Up*. You are probably aware of it. They made a number of recommendations. They asked for full disclosure of all performance, management, administrative, referral and other fees, including the compensation of the investment adviser and manager, in relation to hedge funds. That is outside the scope of what you are dealing with, because the hedge funds do not come to you; they go to a brokerage of sorts.

It seems to me that every clearing house is a large-value transfer system, which is managed by the Canadian Payments Association; or a cleared and settled security transaction system, which is also overseen by the Canadian Payments Association and run by the Canadian Depository for Securities Limited; or an automatic clearing settlement system. Each one of these systems has some oversight, either through the Bank of Canada or through the Department of Finance.

[*Traduction*]

Le sénateur Harb : Vous avez indiqué que, en moyenne, la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés traitait en moyenne 70 milliards de dollars par jour. Selon vous, est-ce un système de paiement de gros volume ou un système de paiement de faible volume, en comparaison, par exemple, avec l'Association canadienne des paiements, qui traite des systèmes de transfert de grosses valeurs se chiffrant à 18 000 transactions quotidiennes valant en moyenne 145 milliards de dollars? Où se situe votre organisme?

M. Bitton : Laissez-moi tout d'abord clarifier ce montant de 70 milliards de dollars. Quand on traite de contrats à terme, ils peuvent reposer sur l'acceptation d'un banquier. Chaque contrat vaut un million de dollars. Si on échange 10 contrats, on échange une valeur notionnelle de 10 millions de dollars; par contre, l'échange de fonds qui résulte véritablement de l'adoption d'une position dans le marché des contrats à terme est, comme je l'ai dit plus tôt, une marge de variation.

Pour simplifier, les fonds échangés d'un jour à l'autre correspondent à la fluctuation du prix des contrats à terme d'un jour à l'autre. Ce sont des montants bien plus faibles que la valeur notionnelle. La valeur notionnelle, quant à elle, est le risque absolu. Si vous parvenez à la livraison, vous êtes à la fin du contrat à terme et vous savez qu'il y a échange de fonds.

Il ne faut pas perdre de vue non plus l'existence de deux instruments dans le monde des contrats à terme : des contrats à terme avec livraison effective du sous-jacent et des contrats financiers, qui sont essentiellement réglés en liquide. En d'autres termes, à la fin d'une période, au lieu de livrer le sous-jacent, soit, disons, 100 000 $ d'obligations, vous vous contentez simplement d'échanger la différence en argent entre la valeur effective des obligations à terme et votre contrat à terme. Autrement dit, dans la pratique, les sommes d'argent échangées au jour le jour sont considérablement moindres.

Le sénateur Harb : Le 4 octobre 2006, un groupe de travail a publié un rapport intitulé *Le Canada s'engage*. Le groupe faisait toute une série de recommandations, que vous connaissez sans doute. Notamment, la divulgation intégrale de tous les frais de rendement, de gestion, d'administration, de renvoi ou autres, y compris la compensation accordée au conseiller et au gestionnaire de l'investissement, pour ce qui est des fonds de couverture. Cela dépasse les limites de votre compétence, vu que les fonds de couverture ne s'adressent pas à vous; ils passent par un quelconque cabinet de courtage.

Il me semble que toute chambre de compensation ait un système de transfert de grosses valeurs, géré par l'Association canadienne des paiements; ou un système d'opérations sur titres payées ou délivrées, également chapeauté par l'Association canadienne des paiements et géré par la Caisse canadienne de dépôt de valeurs limité; ou un système automatique de compensation et de règlement. Il existe pour chacun de ces systèmes une certaine surveillance, soit du fait de la Banque du Canada, soit du fait du ministère des Finances.

It seems to me that your organization is the only one that is on its own. Do you see any need for coordinating with those other agencies and organizations? Do you see a role, for example, for you and the Bank of Canada or the Department of Finance to have some sort of information exchange on a regular basis? Both the chair and the vice-chair raised a number of questions about transparency in the transaction, the ability of people to know what is really going on. Is there any plan in the works, or are you already doing that?

[*Translation*]

Mr. Tanguay: I should point out that the clearing corporation, the CDCC, is a self regulating body recognized by the Autorité des marchés financiers du Québec. The Autorité des marchés financiers overseas the CDCC. The Autorité des marchés financiers also oversees financial institutions in Quebec. I cannot tell you whether, through that, there may be any communication or transfer of information between our clearing house and other clearing houses.

Senator Goldstein: Thank you, gentlemen, for coming and for both of your very clear and very helpful presentations. Your presentations raise a number of questions, not because they were not clear, on the contrary, but because this is a field that for most people, is a little obscure, in that it is not very well understood.

You mentioned earlier, Mr. Bitton, some figures, including a $70-billion figure. Are you able to divide that figure into those who are truly covering their business risks, on one hand, and those who are purely speculating, on the other?

For example, if I am a chocolate bar maker, and I need orange juice for my product and I know I am going to have to produce a huge amount of chocolate for Christmas, I might want to establish the price of my orange juice right away, so I am going to buy "futures" or perhaps options, but more likely "futures" so I can establish my production cost. I see that as "normal" commercial transaction. On the one hand, that is commercially useful and not purely speculative. On the other and, there are speculators who are going to buy orange juice, for future delivery, for speculative purposes, and to them, it is a purely financial instrument.

To what extent is the $70 billion speculative and to what extent is it commercial?

Mr. Bitton: There are two components to that. We told you about the Clearing House component and the Exchange component. In terms of the Clearing House, you have to remember one important thing: the idea of universality. The Clearing House does not attempt to determine the nature, be it commercial or speculative, of the transaction. All it tries to do is take a position, assess the risk of the position; it requires guarantees and follows the position to ensure that it continues to

Votre organisme me semble être le seul laissé à ses propres moyens. Serait-il, selon vous, nécessaire d'établir une coordination avec ces autres organismes ou agences? Estimeriez-vous utile, par exemple, un quelconque échange d'informations régulier entre votre organisme et la Banque du Canada ou le ministère des Finances? Le président et le vice-président ont tous deux soulevé une série de questions sur la transparence d'une transaction, sur la capacité des gens à savoir ce qui se passe véritablement. Est-ce quelque chose que vous envisagez ou quelque chose que vous faites déjà?

[*Français*]

M. Tanguay : Il faut mentionner que la Corporation de compensation, CDCC, est un organisme d'autoréglementation reconnu par l'Autorité des marchés financiers du Québec. La CDCC est chapeautée par l'Autorité des marchés financiers. Et c'est aussi l'Autorité des marchés financiers au Québec qui chapeaute les institutions financières. Je ne suis pas en mesure de vous dire si, par le biais de cela, il y a des communications ou des transferts d'information qui peuvent se faire entre notre corporation de compensation et les autres corporations de compensation.

Le sénateur Goldstein : Merci, messieurs d'être venus et pour vos deux présentations très claires et très importantes pour nous. Vos présentations soulèvent plusieurs questions, non pas parce qu'elles n'étaient pas claires, au contraire, mais parce qu'il s'agit d'un domaine qui est, pour la plupart du monde, un peu occulte dans le sens où on ne le comprend pas très bien.

Vous avez parlé tantôt, M. Bitton, de chiffres, notamment de 70 milliards de dollars. Êtes-vous en mesure de diviser ce chiffre entre ceux qui font vraiment la couverture de leurs risques au niveau affaires commerciales, d'une part, et la partie qui est purement spéculative, d'autre part?

Par exemple, si je suis un manufacturier de tablettes de chocolat, que j'ai besoin de jus d'orange pour mon produit et que je sais qu'il va falloir que je produise pour Noël une quantité très vaste de chocolat, je voudrais peut-être fixer dès maintenant le prix de mon jus d'orange, j'achèterai donc des « futurs » — ou peut-être des options, mais plutôt des « futurs » — pour que je puisse fixer le prix de mon coût de production. Je voie cela comme une transaction commerciale « normale », d'une part, avec une utilité commerciale et non pas purement spéculative. D'autre part, il y a des spéculateurs qui vont acheter du jus d'orange, des livraisons « des futurs », pour des fins de spéculation et c'est pour eux un instrument purement financier.

Dans quelle mesure ces 70 milliards de dollars sont-ils spéculatifs et dans quelle mesure sont-ils commerciaux?

M. Bitton : Il y a là deux volets. On vous a présenté le volet de la Chambre de compensation et le volet de la Bourse. Au niveau de la Chambre de compensation, il faut se rappeler d'une chose très importante, cette notion d'universalité. La Chambre de compensation ne tente pas de déterminer la nature, qu'elle soit commerciale ou spéculative, de la transaction. Tout ce qu'elle cherche à faire c'est prendre position, évaluer le risque de la position; elle exige des garanties et suit la position pour s'assurer

meet its standards for guarantees and margin deposits. In other words, it is completely indifferent to the perspective of the party on the transaction.

Now, at the Exchange, the regulations of the Exchange have a position limits system, which was mentioned. There are strict position limits for speculators.

Currently, a speculator can never exceed the prescribed position limits. However, there is a mechanism to allow those with commercial transactions to apply for an increase in their market position, and the Exchange then requires that institution to demonstrate the nature of the coverage and decides whether or not to allow the increase. That means that in our world, there is no need to identify the motive.

Senator Goldstein: The figure given was $70 billion in transactions. Speculators account for how much of that?

Mr. Tanguay: Mr. Bitton gave a figure of $70 billion, but those are transactions in a single day. On the regulatory side, what we look at are positions held at a specific point in time. Based on the reports we get, I would say approximately 95 per cent of futures contract positions reported to us are positions held for coverage purposes, for protection.

One of the unique features of speculators in the futures market is that usually, they do not keep any position at the end of the trading session, or if they do, it is going to be very small. They prefer to get in and out quickly. So the positions at the Clearing House at the end of the day, for futures contracts, are mainly coverage positions.

On the options side, it is harder to identify because the options market, unlike the futures market, is used heavily by retail clients. The futures market is basically an institutional market, whereas the options market sees a fairly substantial use by individuals. Obviously, when the positions reported to us are relatively modest, we do not systematically check whether it is a speculative position or not. That would get to be too much.

Senator Goldstein: You seem to use the terms "participant" and "member" interchangeably. Is there any distinction?

Mr. Tanguay: Until the Exchange was demutualized in October 2000, we had members. When the Montreal Exchange became a business corporation, in October 2000, the term was changed to "approved participant." It means the same thing.

Senator Goldstein: The terms are synonymous.

Mr. Tanguay: Yes, they are basically synonymous.

qu'elle continue à se conformer aux standards de garanties et de dépôts de garantie qu'elle a. Autrement dit, elle est totalement indifférente par rapport à l'optique de négociation de l'intervenant.

Maintenant, à la Bourse, la réglementation de la Bourse a son système de limite de position, qui a été évoqué. On a des limites de positions qui sont strictes pour les spéculateurs.

À ce moment, un spéculateur basé sur les limites de position prescrite, ne pourra jamais les dépasser. Par contre, on a un mécanisme qui permet à ceux qui ont des transactions commerciales de déposer leur requête, d'augmenter la position qu'ils ont sur le marché et à ce moment, la Bourse va demander à cette institution de lui faire une démonstration de la nature de la couverture et elle va décider oui ou non d'allouer cela. Ce qui veut dire que dans notre univers, on n'a pas besoin de distinguer qu'elle est la motivation de l'utilisation.

Le sénateur Goldstein : On a parlé de 70 milliards de transaction. Combien sont des spéculateurs?

M. Tanguay : Monsieur Bitton parle d'un chiffre de 70 milliards, mais ce sont des opérations qui ont lieu dans une journée. Alors que du côté de la réglementation, ce qu'on regarde, ce sont les positions qui sont en cours à un moment précis. Basé sur les rapports que nous recevons, je vous dirais qu'approximativement à peu près 95 p. 100 des positions de contrats à terme, qui nous sont rapportés, sont des positions pour fins de couverture, pour fins de protection.

Une des particularités des spéculateurs dans le marché à terme, c'est que normalement, ils ne garderont pas de position en fin de séance ou s'ils en gardent, cela va être très petit. Ils font plutôt du « entré et sortie ». Donc les positions qui se retrouvent à la Chambre de compensation en fin de journée, pour les contrats à terme, se sont principalement des positions de couverture.

Du côté option, c'est plus difficile à identifier parce que le marché d'option est un marché utilisé, contrairement au marché à terme, de façon très significative par les clients de détail. Le marché à terme est essentiellement un marché institutionnel alors que le marché d'options, les particuliers ont quand même une activité assez importante. Évidemment, lorsque les positions qui nous sont rapportées sont relativement petites, on ne vérifie pas systématiquement si c'est une position spéculative ou non. Cela deviendrait trop.

Le sénateur Goldstein : Vous avez utilisé indifféremment, je crois, les mots « participant » et « membre ». Voulez-vous distinguer les deux?

M. Tanguay : Jusqu'à la démutualisation de la Bourse en octobre 2000, on avait des membres. Depuis que la Bourse de Montréal est devenue une société par action, en octobre 2000, le terme a été changé pour « participant agréé ». Cela veut dire la même chose.

Le sénateur Goldstein : Ce sont des mots synonymes.

M. Tanguay : Oui, ce sont essentiellement des mots synonymes.

Senator Goldstein: You mentioned that occasionally there are "intraday" margin calls. When there is this type of margin call, is it settled immediately or is there a delay?

Mr. Tanguay: It is usually settled in the following hour. It very rarely happens with Clearing Houses; to my knowledge, in the past 10 years, I think it happened once in 1998, when the CDCC issued a margin call at noon and the funds had to be forwarded by one o'clock. One of the CDCC's requirements is for each of its members to have a pre-established line of credit with a major bank, and then the CDCC can get the money straight from the line of credit provided by the bank to the broker.

Senator Goldstein: It is pre-authorized? They are contracts between the Exchange or the Clearing House, on the one hand, and the participant or member, on the other hand, that allow the Exchange or Clearing House to go straight to the bank, I assume, that has given one of your members the line of credit, to get the money immediately.

Mr. Tanguay: This mechanism works every day because one of the unique features of the derivative instruments market is that all gains and losses have to be settled daily. Before the markets open, every morning, if there are any losses to be settled by the broker, CDCC goes and takes the amount owing from the participant's bank account and vice versa, if there are any gains, CDCC makes a direct deposit. All of this is done virtually in real time.

Senator Goldstein: So it is the same system, for all intents and purposes, as the clearing that takes place with the Clearing House for the banks? In other words, in the evening, when the banks are closed, the calculations are done in order to arrive at a balance.

Mr. Tanguay: Yes.

Senator Goldstein: You mentioned earlier a 99.8 per cent degree of certainty. That reassures us a bit, except what happens with the other 0.2 per cent? What does that represent? Is it a historic percentage or something else?

Mr. Tanguay: Actually, it is a statistical formula used by CDCC. I do not know whether you have ever heard of the concept of the bell curve, with its degrees of confidence. It is pure and simple statistics.

Senator Goldstein: It is a study. It is not experience. It is a statistical study.

Mr. Tanguay: Yes, but it is also based on the past. CDCC looks at what has happened over the past 20 days, the past 90 days, the past 260 days, and based on that historical data, it does a calculation using what is called a worst-case scenario: what is the worst thing that could happen today? It is a daily calculation.

Senator Goldstein: You determine your level of certainty daily?

Le sénateur Goldstein : Vous nous avez mentionné qu'il y a des fois des appels de marge « inter day ». Lorsqu'il y a un tel appel de marge est-ce réglé immédiatement ou il y a un délai?

M. Tanguay : C'est normalement réglé dans l'heure qui suit. Quand ce sont des CC, c'est arrivé très rarement, à ma connaissance, dans les dix dernières années, je pense que c'est arrivé une fois en 1998, où le CDCC a fait un appel de marge à midi et il fallait que les fonds soient rendus à 13 heures. Il faut dire qu'une des exigences de la corporation de compensation c'est que chacun des membres ait une marge de crédit préétablie avec une grande banque et à ce moment, CDCC peut aller chercher directement les fonds dans cette marge de crédit consentie par la banque au courtier.

Le sénateur Goldstein : C'est consenti à l'avance? Ce sont des contrats entre la Bourse ou la chambre, d'une part, et le participant ou le membre, d'autre part, qui permet à la Bourse, à la chambre d'aller chercher directement à l'institution bancaire, je présume, qui établit la marge en faveur d'un de vos membres d'aller chercher immédiatement l'argent.

M. Tanguay : Ce mécanisme fonctionne tous les jours parce qu'une des particularité du marché des instruments dérivés, est que tous les gains et les pertes doivent être réglés quotidiennement. Avant l'ouverture des marchés, tous les matins, s'il y a des pertes qui doivent être réglées par le courtier, CDCC va chercher le montant qu'il lui faut dans le compte de banque du participant et vice versa, s'il y a des gains, CDCC va déposer directement. Tout se fait pratiquement en temps réel.

Le sénateur Goldstein : C'est donc le même système, à toutes fins pratiques, que la compensation qui a eu lieu avec la Chambre de compensation pour les banques? Dans le sens que le soir, lorsque les banques sont fermées, on fait le compte à compte pour arriver à un solde.

M. Tanguay : Oui.

Le sénateur Goldstein : Vous avez parlé tout à l'heure d'un taux de 99,8 p. 100 de certitude. Cela nous soulage un peu, sauf qu'arrive-il avec les 0,2 p. 100 restant? Cela représente quoi? Est-ce un pourcentage historique ou autre chose?

M. Tanguay : En fait, c'est une formule statistique utilisée par CDCC. Je ne sais pas si vous avez déjà entendu de la notion de courbe normale avec des degrés de confiance. C'est de la statistique pure et simple.

Le sénateur Goldstein : C'est une étude. Ce n'est pas l'expérience. C'est une étude statistique.

M. Tanguay : Oui, mais c'est basé aussi sur l'historique. La corporation de compensation va regarder ce qui s'est passé dans les 20 derniers jours, les 90 derniers jours, les 260 derniers jours et à partir de ces données historiques, elle va faire un calcul en utilisant ce qu'on appelle un scénario du pire : qu'est-ce qui pourrait arriver de pire aujourd'hui? Ce calcul est fait de façon quotidienne.

Le sénateur Goldstein : Vous déterminez votre taux de certitude quotidiennement?

Mr. Tanguay: Yes, the CDCC does that daily. And on days where there could be a lot of volatility on the market, it does it in real time to ensure there is enough money in the margin fund and in the clearing fund to cover all positions.

[*English*]

The Chairman: Senator Goldstein, you have been so patient with us, we must be more than patient with you. You bring expertise and wisdom, particularly because you come from Quebec and you understand these questions far better than I, from Toronto.

Senator Goldstein: I do not know about that, but I agree with your first two statements. I have been patient and you are being patient.

[*Translation*]

Senator Goldstein: It is of great relief to us to hear you say that you do check daily or twice a week in one case, and once a week, in the other case, to determine and make sure there is no undue concentration. But how would you know whether someone with a hedge fund, who had reached the position limit on your exchange, had not at the same time done deals on a number of other exchanges, in order to ultimately achieve an overall concentration sufficient to virtually corner the market? Are there any information exchanges between you and the Chicago Exchange and other Exchanges?

Mr. Tanguay: There are information exchanges, but mostly when there are problem situations. The Montreal Exchange is part of what is called the "Intermarket Surveillance Group," a group of 35 North American and European Exchanges. There are information exchanges.

Senator Goldstein: Theoretically, it is after the fact, after a crisis hits.

Mr. Tanguay: Yes, it is after the fact. We certainly monitor positions on our market. The other derivatives exchanges, for all intents and purposes, have identical requirements. Each monitors its own market.

Senator Goldstein: If I bought orange juice "futures," to take a very simple example, and I reached my limit on your exchange, I could also have hit the limit on 22 or 23 other Exchanges and therefore have potential control over the market.

Mr. Tanguay: We have products that are unique. So our products are not what are known as fungible products, that is to say, you cannot buy them, for example, on our market and sell them on another market or vice versa. In Canada, we are the only derivatives Exchange.

M. Tanguay : Oui, la Corporation de compensation fait cela de façon quotidienne. Et les jours où il peut y avoir beaucoup de volatilité sur le marché, elle va le faire en temps réel pour s'assurer qu'il y ait suffisamment d'argent dans le fonds de marge et le fonds de compensation pour couvrir toutes les positions.

[*Traduction*]

Le président : Sénateur Goldstein, vous avez fait preuve de tant de patience envers nous que c'est le moins que nous puissions faire en retour. Votre expertise et votre sagesse nous sont précieuses, notamment parce que vous venez du Québec et comprenez bien mieux ces questions que moi qui suis de Toronto.

Le sénateur Goldstein : J'en doute, mais je suis d'accord avec vos deux premières affirmations : que j'ai fait preuve de patience et vous aussi.

[*Français*]

Le sénateur Goldstein : Vous nous soulagez beaucoup en nous disant que vous vérifiez quand même quotidiennement ou deux fois par semaine dans un cas, et chaque semaine, dans un autre cas, pour déterminer et vous assurer qu'il n'y a pas de concentration indue. Mais comment pouvez-vous savoir si quelqu'un qui aurait un fonds de couverture et qui serait à sa limite chez vous n'a pas, par la même occasion, traité avec plusieurs autres bourses pour finalement arriver globalement à une concentration suffisante ou presque accaparer le marché? Y a-t-il des échanges d'information entre vous et la Bourse de Chicago et d'autres Bourses?

M. Tanguay : Il y a des échanges d'information, mais c'est surtout lorsqu'on fait face à des situations problématiques. La Bourse de Montréal fait partie de ce qu'on appelle le « Intermarket Surveillance Group » qui est un regroupement de 35 Bourses nord-américaines et européennes. Il y a des échanges d'information qui se font.

Le sénateur Goldstein : En principe, c'est après coup, après qu'une crise se soit déclarée.

M. Tanguay : Oui, c'est après coup. C'est sûr que nous surveillons les positions sur notre marché. Les autres bourses, à toutes fins pratiques, de dérivés ont des exigences identiques. Chacun surveille son marché.

Le sénateur Goldstein : Si j'ai acheté des « futurs » de jus d'orange pour prendre un exemple très simple et je suis arrivé à ma limite chez vous, je pourrais être également à la limite dans 22 ou 23 autres Bourses et avoir donc un contrôle possible du marché.

M. Tanguay : On a des produits qui sont uniques. Donc, nos produits ne sont pas ce qu'on appelle des produits fongibles, c'est-à-dire que vous ne pouvez pas les acheter, par exemple sur notre marché et les liquider sur un autre marché ou vice versa. Au Canada on est la seule Bourse de dérivés.

If you take the United States, for example, there are six Options Exchanges dealing in the same contracts, so you can buy an option on one exchange and sell it on another. Under that system, information received by each exchange is consolidated to identify situations of concentration.

Senator Goldstein: So there can be no arbitrage between Exchanges? Are there any price differences?

Mr. Tanguay: In the United States, yes. In Canada, we do not have that problem. In the United States, there may be price differences, at least among Options Exchanges.

Mr. Bitton: Arbitrage occasionally involves different products; there may be two products with some similarities and for which there are two separate markets. More often than not, within a single market, a hedge fund may have strategies in terms of its relative value forecast, for example, the 30-day interest rate versus the 10-year interest rate. When that occurs within our range of products, we have full control. When that occurs between two products on different markets, each market is responsible for its management. Still, there are information exchange mechanisms among different markets. Obviously, we are talking about organized markets.

If part of the transaction originates on the over the counter market, for example, and the other part, on the regulated market, it gets a bit trickier. The difficulty may lie on that level.

Mr. Tanguay: Another difficulty that may crop up in Mr. Bitton's example is that, if you have a hedge fund taking positions in futures contracts on the Montreal Exchange and in futures contracts on the Chicago Mercantile Exchange, it will not necessarily go through the same broker. A Canadian broker could be used for the Montreal transactions and an American broker for the American transactions. In that case, there is absolutely no way of checking.

Senator Goldstein: So that is a weakness in the system that could lead to more situations like the one with Amaranth and Long Term Capital Management and so on?

Mr. Bitton: But, if you take the recent example, we have shown an ability to manage counterparty risk well. Counterpart risks are well managed. Clearly, the weakness is ultimately the weakness in terms of the knowledge the investor has to have of an instrument on offer and the degree of risk. But what has in fact been shown to date is that the management of counterpart risks has actually been handled well by the market, both domestically and internationally.

Senator Goldstein: And that has been proven.

Mr. Bitton: Absolutely. And in other matters.

Si on prend l'exemple des États-Unis, il y a six Bourses d'options, qui négocient les mêmes contrats, donc vous pouvez acheter une option sur une Bourse et la liquider sur une autre Bourse. C'est un système qui fait en sorte que les informations reçues par chacune des Bourses sont consolidées pour identifier les situations de concentration.

Le sénateur Goldstein : On ne peut pas faire plutôt un arbitrage entre les Bourses? Est-ce qu'il y a des différences de prix?

M. Tanguay : Aux États-Unis, oui. Au Canada, on n'a pas ce problème. Aux États-Unis, il peut y avoir des différences de prix, entre les Bourses d'options à tout le moins.

M. Bitton : Cette notion d'arbitrage fait parfois appel à des produits différents; on peut avoir deux produits qui ont un certain degré de corrélation, qui, effectivement, à ce moment, font appel à deux marchés distincts. Plus souvent qu'autrement, à l'intérieur du même marché, il peut y avoir des stratégies qu'un fonds de couverture peut adopter par rapport à sa prévision de la valeur relative, par exemple le taux d'intérêt de 30 jours versus le taux d'intérêt de dix ans. Quand cela se fait à l'intérieur de notre sphère de produits, on a le plein contrôle. Quand cela se fait entre deux produits sur deux marchés différents, chacun des marchés a la responsabilité de gestion. Quand même, il y a des mécanismes d'échange d'informations entre les différents marchés. Évidemment, on parle de marchés organisés.

Si une part de la transaction origine du marché au comptoir, par exemple, et l'autre part, d'un marché réglementé, ça devient un peu plus difficile. C'est à ce niveau que se trouve peut-être la difficulté.

M. Tanguay : Une autre difficulté qui peut se présenter avec l'exemple de M. Bitton, c'est que si vous avez un fonds de couverture qui prend des positions dans des contrats à terme de la Bourse de Montréal et dans des contrats à terme du Chicago Mercantile Exchange, cela ne se fera pas nécessairement par l'entremise du même courtier. On pourrait utiliser un courtier canadien pour les transactions à Montréal et passer par un courtier américain pour les transactions américaines. À ce moment, on n'a absolument aucun moyen de vérifier.

Le sénateur Goldstein : Ce qui est donc une faiblesse dans le système, qui peut conduire à des « amaranth » et des « long term capital » et ainsi de suite?

M. Bitton : Mais, si on prend l'exemple récent, on quand même démontré des aptitudes de bien gérer le risque de contrepartie. Les risques de contrepartie sont bien gérés. Évidemment, la faiblesse, c'est ultimement la faiblesse par rapport à la connaissance que doit avoir l'investisseur par rapport à l'instrument qui lui est offert et le degré de risques. Mais ce qui a quand même été démontré jusqu'à présent, c'est que la notion de gestion des risques de contrepartie a quand même été bien assumée par le marché, dans un contexte soit domestique ou dans un contexte international.

Le sénateur Goldstein : Et la preuve en a été faite d'ailleurs.

M. Bitton : Tout à fait. Et dans d'autres affaires.

[*English*]

Senator Angus: As you know, we are studying hedge funds. In your testimony you are talking about this specialized exchange that you run for the trading of various structured products by regular funds, individuals, brokers, and it is not all hedge funds.

Mr. Bitton: What we have been presenting to you today is basically a market model of any organized derivative exchange. The model we presented applies to Canada, and you will find it also in Chicago, London, Frankfurt and so on. We have presented the value of an organized market in terms of its ability to manage credit risk.

We have tried to highlight that we are totally indifferent in that model as to whether you are a hedge fund or a retail investor or a mutual fund. We manage risk, and as such we adopt an objective view on that and we put in place a quantitative measure to manage risk.

We also stated that we are not referring here to the activity in the OTC market, which is of a different nature. In many instances, hedge funds might use a lag that is a cash lag, an OTC derivative lag, or an exchange credit lag.

[*Translation*]

The Exchange has to operate in an environment that minimizes ambiguity. That is clear. This means that if participants loose confidence in the integrity of the Exchange, that impacts on our operations, on our activity. So we are extremely interested in seeing to it that operations are managed with integrity and also that those dealing on our markets do not default on other markets because ultimately that same player could have an impact on our market. That is where our interest lies. The monitoring measures are specific to our market, but in terms of information exchanges among various authorities, that is where the rubber really hits the road.

[*English*]

Senator Angus: I wanted to make it clear that you run a highly specialized market and you have been very successful. I think the Montreal structured products exchange that you run is a world-class facility and I am proud to be from Montreal.

As experts in the field of financial transactions, be they structured or otherwise, do you have any ideas or comments that you could leave with this committee as to whether or not hedge funds are high-risk vehicles that need closer and stricter regulatory oversight?

Mr. Bitton: We would not be in a position to comment on the regulation of hedge funds. However, we can comment on the contribution of the hedge fund to our market. They play an important role. Studies have demonstrated that hedge funds provide the liquidity that helps reduce price volatility. If you have hedge funds on the long side of the market and you want to

[*Traduction*]

Le sénateur Angus : Comme vous le savez, nous étudions les fonds de couverture. Dans votre exposé, vous avez mentionné que votre bourse se spécialisait dans l'échange de divers produits structurés entre des sociétés de fonds ordinaires, des individus, des courtiers, bref, pas uniquement des fonds de couverture.

M. Bitton : Ce que je vous ai présenté, aujourd'hui, est essentiellement un modèle de marché pour toute bourse spécialisée dans les produits dérivés. Le modèle que nous avons présenté s'applique au Canada, ainsi qu'à Chicago, à Londres, à Frankfort, et cetera, comme vous pourrez le constater. Nous avons montré l'importance d'un marché organisé pour gérer le risque de crédit.

Nous nous sommes efforcés de souligner que le modèle est totalement indifférent à la nature de l'investisseur : fonds de couverture, investisseur de détail ou fonds mutuel. Nous gérons le risque, sur lequel nous adoptons un point de vue objectif et auquel nous attribuons une mesure quantitative, afin de le gérer.

Nous avons également indiqué que nous ne parlions pas de l'activité du marché hors cote, qui est de nature entièrement différente. Dans bien des cas, les fonds de couverture sont susceptibles d'utiliser un décalage, décalage en argent liquide, en produits dérivés au comptoir ou encore en crédit boursier.

[*Français*]

La Bourse doit évoluer dans un cadre qui minimise les ambiguïtés. C'est clair. Ce qui veut dire que si les participants perdent confiance dans l'intégrité de la Bourse, cela impact sur nos opérations, sur notre activité. Nous sommes donc intéressés au plus haut point de s'assurer que les opérations soient gérées de façon intègre et aussi que les intervenants, qui traitent sur nos marchés, ne fassent pas défaut sur d'autres marchés parce que, ultimement, ce même intervenant peut avoir un impact sur notre marché. L'intérêt est là. Les mesures de contrôle sont spécifiques à notre marché, mais au niveau des échanges d'informations entre les différentes autorités; c'est là que cela se joue réellement.

[*Traduction*]

Le sénateur Angus : Je voulais souligner que vous gérez un marché hautement spécialisé avec un succès remarquable. Je pense que la bourse de produits dérivés de Montréal, que vous gérez, est d'envergure mondiale et je suis fier d'être de Montréal.

En tant qu'experts du domaine des opérations financières, organisées ou pas, souhaiteriez-vous donner au comité des idées ou des commentaires quant à la nécessité ou non de réglementer plus strictement et de suivre plus étroitement les fonds de couverture, instruments à haut risque.

M. Bitton : Nous serions mal placés pour nous prononcer sur la réglementation des fonds de couverture. Nous pouvons toutefois faire des observations sur la contribution des fonds de couverture à notre marché. Ils jouent un rôle important. Des études démontrent que les fonds de couverture apportent une liquidité qui aide à réduire la fluctuation des prix. Si vous avez des

reduce volatility, in many instances you find hedge funds on the other side of the trade. Hedge funds have a beneficial impact on the market.

We must evolve, and that is a goal in our own environment. We must evolve in an environment where a delicate balance must be established between regulations and market efficiency and free markets. We come from a regulated environment and at the same time we encourage innovation and we encourage participation for the stability of the financial system.

Senator Angus: You do that very well.

Regarding the over-the-counter trading that you described, I got the impression from what you said that most of the hedge funds do their trading outside the exchange, in the over-the-counter world.

Mr. Bitton: It is hard to qualify. Hedge funds are not too transparent, because part of the hedge fund model is being able to protect the property rights related to the strategy. That is how they bring value and added value to the investors. They have trading rights under the strategy.

Having said that, we know that hedge funds are active users of futures markets, including our markets. We do not know their share of market exchange-related products versus OTC, but we know that they play an important role in the exchange market, whether ours or any other futures markets around the world.

Senator Angus: To the extent that they use your exchange, even though a hedge fund has to operate through a broker to deal with you, they are subject to the registration. Or is it only the broker who has to be registered?

Mr. Tanguay: Only the broker is subject to registration.

Senator Angus: His client could be anybody.

Mr. Tanguay: He has a duty to monitor and know what his client does. The onus is on the broker to check his client.

Senator Angus: We are quite preoccupied by the extent to which hedge funds are now being invested in by retail clients, as opposed to institutional and genuinely sophisticated investors. We have heard a lot about principal protected notes, PPNs. Are they vehicles of trading or are they simply securities documents?

Mr. Tanguay: Principal protected notes are very complicated instruments. We have raised the point several times that some of these products are very complex. They involve a cash part, an option part, a futures part or whatever, and they are distributed by sales representatives who sometimes do not have the proficiency or the knowledge to explain the product to their clients. Securities representatives should be required at least to take a course so that they properly understand what they are

fonds de couverture du côté à long terme du marché et si vous souhaitez réduire l'instabilité, vous trouvez souvent des fonds de couverture de l'autre côté de l'échange. Les fonds de couverture ont des répercussions bénéfiques sur le marché.

Il est nécessaire d'évoluer, fait dont nous avons conscience dans notre propre environnement. Nous devons évoluer dans un environnement où il faut établir un équilibre délicat entre les règlements, d'une part, et l'efficacité et la liberté des marchés, d'autre part. Nous venons d'un environnement réglementé, mais encourageons toutefois l'innovation et la participation, pour la stabilité du système financier.

Le sénateur Angus : Vous le faites à merveille.

Pour revenir aux échanges au comptoir, dont vous avez parlé, j'ai l'impression, à vous écouter, que la plupart des fonds de couverture pratiquent leurs échanges hors de la bourse, dans le monde au comptoir.

M. Bitton : C'est difficile à préciser. Les fonds de couverture ne sont pas très transparents, vu que le modèle des fonds de couverture repose en partie sur la capacité à protéger les droits de propriété liés à la stratégie. C'est comme cela que les fonds apportent de la valeur et de la valeur ajoutée aux investisseurs. Ils ont des droits d'échange dans le cadre de la stratégie.

Ceci dit, nous savons pertinemment que les fonds de couverture ont fréquemment recours aux marchés de produits à terme, y compris les nôtres. Nous ne savons pas quelle part de produits reliés à la bourse ils détiennent, par rapport à leur part de produits hors cote, mais nous savons qu'ils jouent un rôle important dans le marché boursier, tant le nôtre que n'importe quel autre marché de contrats à terme dans le monde.

Le sénateur Angus : Dans la mesure où ils utilisent votre bourse, bien qu'un fonds de couverture soit tenu d'être représenté par un courtier dans toute opération, ils sont sujets à l'agrément. Ou est-ce seulement le courtier qui doit être agréé?

M. Tanguay : C'est seulement le courtier.

Le sénateur Angus : Il pourrait avoir n'importe qui comme client.

M. Tanguay : Le courtier a un devoir de suivi; il doit savoir ce que fait son client. C'est au courtier de vérifier son client.

Le sénateur Angus : Nous sommes plutôt préoccupés par l'ampleur avec laquelle les clients de détail investissent maintenant dans des fonds de couverture, par opposition à des investisseurs institutionnels ou véritablement dotés de connaissances. Nous avons beaucoup entendu parler des billets à capital protégé. Est-ce qu'il s'agit d'instruments d'échange ou simplement de documents de titre?

M. Tanguay : Les billets à capital protégé sont des instruments très compliqués. Nous avons souligné à plusieurs reprises la grande complexité de ces produits, qui impliquent une partie en espèces, une partie en options et une partie en contrats à terme, ou quelque chose du genre. Ils sont vendus par des représentants commerciaux qui n'ont pas nécessairement la capacité ou les connaissances voulues pour expliquer le produit à leurs clients. Les représentants en titres devraient, à tout le moins, suivre un

selling to their clients. Lack of knowledge on the part of the sales representatives may actually be the main drawback or weakness of the hedge fund products.

The Chairman: Thank you very much. We found this fascinating. We want to commend you on your very intensive examination of the question for us. We are trying to learn to understand your business, which is very complex. At the same time, we are trying to educate the public. We all appreciate your contribution.

If there is anything else you can contribute to our examination in writing, please feel free to do so. We are still waiting for the public to react and we will take their contributions in hand as well.

We will continue our inquiry into hedge funds in Canada. We are delighted that our next witness is Mr. Gary P. Selke, President of Front Street Capital.

We heard evidence yesterday from the Toronto Stock Exchange that the numbers in Canada in 2004 were about $28 billion, but it is growing at a compound rate of over 30 per cent. We are in a fast and burgeoning area of activity for financial services. We are concerned about the risks to the economy and the fair risks that should be undertaken by individual consumers and investors.

Senator Angus: We are delighted to see you. We know you were in the room for the previous witnesses so you have that background, as well. You know we are interested in selling chocolate bars short and dealing in those kinds of markets.

Gary P. Selke, President, Front Street Capital: I was most interested in orange juice.

It is an honour to appear before the committee and I am delighted to be here. If there are any questions the committee might have, now or in the future, I would be happy to respond.

One concern that exists is transparency. I would like to assure the committee that we are completely transparent with respect to our activities — certainly with all of our service providers, as well as our clients. Hopefully, this will be a helpful discussion.

The Chairman: One moment, Mr. Selke. Would you be related to one of the great Montrealers of all time?

Mr. Selke: I am proud to be the father of Frank Selke, who turned 20 yesterday; and I am the son and grandson of Frank Selke.

We are originally from Toronto, but I was able to sit at the Montreal-Toronto game on Saturday night at centre ice, because my grandfather was the general manager of both Toronto and Montreal. When it was appropriate to lean to the left, I went that way; when I had to go to the right, I did that also.

cours, afin de bien comprendre ce qu'ils vendent à leurs clients. Le manque de connaissances des représentants commerciaux est peut-être, en fait, l'inconvénient principal ou la grosse faiblesse des produits de fonds de couverture.

Le président : Merci beaucoup. Tout cela est passionnant. Nous voulons vous remercier de l'étude approfondie de la question que vous avez effectuée pour nous. Nous nous efforçons de comprendre vos affaires, qui sont hautement complexes. Nous nous efforçons également d'éduquer la population. Et nous apprécions tous votre contribution.

Si vous souhaitez apporter des éléments écrits à notre étude, n'hésitez pas à le faire. Nous attendons encore la réaction de la population, avec l'intention de tenir compte également de ses contributions.

Nous poursuivrons notre étude des fonds de couverture au Canada. Nous sommes ravis de pouvoir entendre à présent M. Gary P. Selke, président de Front Street Capital.

Le témoignage de la Bourse de Toronto, hier, indiquait que le chiffre se situait aux alentours de 28 milliards de dollars au Canada, mais progressait à un taux composé de 30 p. 100. Il s'agit donc d'un secteur en pleine croissance parmi les services financiers. Nous nous préoccupons des risques que cela représente pour l'économie et du risque que devraient équitablement assumer les consommateurs et investisseurs individuels.

Le sénateur Angus : Nous sommes ravis de vous rencontrer. Nous savons que vous étiez présent dans la salle lors des précédents témoignages, si bien que vous savez quelle est la situation. Vous savez que nous nous intéressons à la vente de tablettes de chocolat et aux particularités de ce type de marchés.

Gary P. Selke, président, Front Street Capital : Moi, c'était plutôt le jus d'orange, qui m'intéressait.

C'est un honneur et un plaisir que de comparaître aujourd'hui devant le comité. Je me ferais un plaisir de répondre à toutes les questions que vous pourriez avoir, maintenant ou plus tard.

La transparence est un sujet dont on se préoccupe. Je voudrais assurer au comité que nous sommes complètement transparents en ce qui concerne nos activités — que nous traitions avec nos fournisseurs de services ou nos clients. Avec un peu de chance, la discussion sera utile.

Le président : Un moment, s'il vous plaît, monsieur Selke. Seriez-vous parent d'un des grands Montréalais de l'histoire?

M. Selke : Je suis fier d'être le père de Frank Selke, qui a eu 20 ans hier; et je suis le fils et petit-fils de Frank Selke.

Nous venons à l'origine de Toronto, mais j'ai pu assister à la partie Montréal-Toronto, samedi soir, au milieu des gradins, parce que mon grand-père était le directeur général de Toronto comme de Montréal. Quand il était approprié de pencher à gauche, je le faisais; quand je me devais de pencher à droite, je le faisais aussi.

The Chairman: We, in Toronto, feel that we know your Toronto roots. We knew your grandfather's Toronto roots very well. We were delighted when he was in Toronto and were aghast that he would go to Montreal. However, we understand because hockey is our national past time and we ultimately are patriots.

Thank you for telling us about this history, because your family has been part of Canada.

Mr. Selke: Thank you very much. I appreciate that.

I am President and Chief Executive Officer of Front Street Capital, which is a Canadian investment and hedge firm. We run approximately $2.3 billion in the hedge fund space. We run three essential strategies: a diversified and opportunistic strategy; a sector-specific strategy, involving energy and mining; and, a topic currently on various headlines, long-short income trusts. We did very well yesterday, thank you very much. It is something to think about.

Mr. Chairman, if I may, I will leave with you a magazine report that came out in September 2006, called "A Hedge Fund Market in Focus." It is a 30-page study written by an internationally recognized group. We had nothing to do with the commissioning of it. It attempts to explain the state of the hedge fund market in Canada. We have extra copies that we would be delighted to share with the committee. It is a good overview for committee members to peruse.

I am a chartered accountant by profession and, having realized the limits of that skill set, I became involved in the investment business 25 years ago. I have been involved in the investment business as an investment banker for 15 years. Ten years ago I left RBC Dominion Securities and formed the predecessor firm to Front Street Capital with one of my current colleagues. I have been in the investment counselling money management business for the last 10 years.

I will give the committee a quick overview of what we believe to be the market in Canada. We would concur with the earlier testimony or views that it is about $20 billion, of which approximately 50 per cent or $10 billion would be essentially hedge fund product backed by principal protected notes. About 20 per cent or $4 billion would be backed by fund of fund product and about 30 per cent or $6 billion in stand-alone hedge fund product.

That would involve single-manager activities. There are about 100 stand-alone managers in Canada. To give you an order of magnitude, however, and this is interesting in terms of understanding the scope of the market, there are approximately 15 firms in Canada that manage in excess of $100 million. There are only two firms that manage in excess of $1 billion. Our firm happens to be one of the two.

Le président : À Toronto, nous avons le sentiment de bien connaître nos racines. Nous avions pleinement conscience des racines torontoises de votre grand-père. Nous avons été ravis de l'avoir à Toronto et catastrophés de son départ à Montréal. Mais nous comprenons toutefois la situation, parce que le hockey est notre passe-temps national et que nous sommes, en bout de ligne, des patriotes.

Merci d'avoir évoqué cette histoire, et le rôle de votre famille au Canada.

M. Selke : Merci beaucoup. Je suis touché.

Je suis président-directeur général de Front Street Capital, société canadienne d'investissement et de couverture. Dans le domaine des fonds de couverture, notre chiffre d'affaire est d'environ 2,3 milliards de dollars. Nous avons trois stratégies essentielles : une stratégie de diversification et de saisie des occasions; une stratégie spécifique aux secteurs, axée sur l'énergie et les mines; et, sujet faisant actuellement la matière de diverses manchettes, des fiducies de revenu à court ou à long terme. Nous nous sommes très bien tirés d'affaire hier, merci beaucoup. C'est un point à garder à l'esprit.

Monsieur le président, si vous le permettez, je vais vous laisser un rapport paru dans un magazine en septembre 2006 et intitulé « A Hedge Fund Market in Focus ». C'est une étude de 30 pages rédigée par un groupe de renommée internationale, que nous n'avons aucunement commissionné. Les auteurs s'efforcent d'expliquer l'état du marché des fonds de couverture au Canada. Nous disposons d'exemplaires supplémentaires que nous nous ferons un plaisir de transmettre au comité. C'est un bon survol, sans doute instructif pour les membres de votre comité.

Je suis comptable agréé de métier et, m'étant aperçu des limites de cet ensemble d'habiletés, également participant au marché de l'investissement depuis 25 ans. Depuis quinze ans, j'y participe en tant que banquier spécialisé dans les investissements. Il y a dix ans, j'ai quitté RBC Dominion Valeurs mobilières Inc. et formé, avec l'un de mes collègues actuels, une entreprise ayant précédé Front Street Capital. Il y a dix ans que je m'occupe de conseil et de gestion des investissements.

Je voudrais brosser pour le comité un rapide portrait de la situation du marché au Canada, selon moi. Comme les intervenants précédents, j'estime à environ 20 milliards de dollars la valeur de ce marché, avec environ 50 p. 100 de cette somme, soit dix milliards de dollars, essentiellement en fonds de couverture garantis par des billets à capital protégé. Vingt pour cent environ du marché, soit quatre milliards de dollars, seraient garantis par des fonds de fonds; et environ 30 p. 100 du marché, soit six milliards de dollars, par des fonds de couverture indépendants.

Il s'agit là d'activités dépendant d'un gestionnaire unique. Il y a environ 100 gestionnaires de fonds indépendants au Canada. Histoire de mettre les choses en perspective, toutefois, laissez-moi préciser qu'il existe environ quinze entreprises canadiennes qui gèrent plus de 100 millions de dollars. Deux entreprises uniquement gèrent plus d'un milliard, dont la nôtre.

Generally speaking, all members in Canada, as the chair suggested at the outset, are regulated by provincial security regulators. We must be registered there. Our firm makes an application. The relevant securities body tests to determine whether we are proficient in the area and have the expertise to provide advice to the public. They examine our records and, depending upon the results of our records and capabilities, they licence us and we report to those bodies. Currently, Front Street Capital is registered with and regulated by the Ontario Securities Commission, the British Columbia Securities Commission, the Investment Dealers Association, and the Canadian Investor Protection Fund. We are also registered with the U.S. Securities and Exchange Commission.

Senator Angus: As a securities dealer?

Mr. Selke: No, as an investment adviser to a long-short hedge fund.

We welcome increased transparency and oversight. As an editorial comment, I am puzzled by the commotion existing in the United States with respect to the reluctance of the community to submit themselves to regulatory oversight. There is nothing wrong with regulation. It provides credibility, transparency and trust-worthiness, and my partners and I at our firm welcome it with open arms.

I will explain the particular positions that we run for the firm. We have daily oversight through triple reconciliations with our service providers, prime brokers, custodian and valuation and we back it up against our own. We do that three times a day to ensure that positions do not get out of order.

Concerns have been expressed here at the committee or in the public generally that there is a lack of oversight and a lack of compliance. In our firm we have a registered chief compliance officer and, like many firms, we have general counsel, all charged with the overview of ensuring that the relevant funds stay within their investment guidelines. The investment restrictions in which each fund operates are pre-determined and set up on a computer monitoring system such that if we happen inadvertently to go over a limit, which does not happen often, it is be recognized and flagged, an exception report is produced and the error is corrected the next trading day.

In the event that the relevant portfolio manager wants to keep that position, that person loses control of the position, which reverts back to the chief compliance officer and is put back on side. It is important that controls exist. Investors with a position in Amaranth would be groups such as pension funds, insurance companies, banks and funds of funds. Our firm runs its own money, so we have pension funds and international banks and high net worth individuals as investors in the fund products that

Généralement parlant, comme l'a suggéré le président au départ, tous les membres canadiens sont soumis aux règlements des organismes provinciaux de réglementation du commerce des valeurs mobilières. Nous sommes tenus d'être enregistrés auprès de ces organismes. Notre entreprise pose une demande. L'autorité de réglementation appropriée vérifie que nous avons l'expérience et la connaissance voulues dans le domaine pour fournir des conseils à notre clientèle. Elle examine nos registres, et selon la qualité de nos registres et de nos connaissances, nous accorde l'agrément. Nous dépendons ensuite de ces autorités. Actuellement, Front Street Capital est enregistré auprès de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, de la British Columbia Securities Commission, de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières et du Fonds canadien de protection des épargnants. Nous sommes également enregistrés auprès de la U.S. Securities and Exchange Commission.

Le sénateur Angus : Comme courtier en valeurs mobilières?

M. Selke : Non, comme conseiller en investissements pour un fonds de couverture à court et long terme.

Nous sommes en faveur d'une transparence et d'une surveillance accrues. Soit dit en passant, je suis perplexe devant la commotion suscitée aux États-Unis par la mauvaise grâce du milieu à se soumettre à une surveillance ou réglementation. Il n'y a rien de mal à réglementer. Cela rend notre métier plus crédible, plus transparent et plus digne de confiance, si bien que mes partenaires et moi, dans notre entreprise, accueillons la réglementation à bras ouvert.

Je vais vous expliquer ce que nous faisons exactement pour notre firme. Il y a une surveillance quotidienne à l'aide d'un triple rapprochement avec nos prestataires de service, nos principaux courtiers, dépositaires et évaluations et nous comparons cela à nos chiffres. Nous faisons cela trois fois par jour pour nous assurer que les positions ne s'égarent pas.

Certains au sein du comité ou dans le grand public ont dit que cela n'était pas suffisamment surveillé et que les règles n'étaient pas respectées assez strictement. Chez nous, il y a un agent supérieur agréé chargé de l'observation des normes et, comme beaucoup d'autres firmes, nous avons un avocat général et tous doivent veiller à ce que les fonds pertinents suivent les lignes directrices prévues pour leurs investissements. Les restrictions imposées à chaque fonds sont déterminées et intégrées à un système de contrôle informatique si bien que s'il nous arrive par inadvertance de dépasser un plafond, ce qui n'arrive pas souvent, c'est tout de suite signalé, un rapport d'erreur sort immédiatement et l'erreur est corrigée à la séance suivante.

Si le gérant de portefeuille en question veut maintenir cette position, il en perd le contrôle, et celle-ci revient à l'agent en chef chargé du respect des normes, qui fait le nécessaire. Il est important d'avoir des contrôles. Les investisseurs qui ont une position dans Amaranth sont des groupes comme des fonds de pension, des compagnies d'assurance, des banques et des fonds de fonds. Notre firme gère son propre argent si bien que nous avons des fonds de pension, des banques internationales et de riches

we manage. We would not have had any exposure to Amaranth other than through the social networking that occurs within the community; and we know the fellows well.

From a distance, it would appear that there was just a walk away from the risk management and that risk management was ignored. Had risk management been applied as it was written down, there would have been no problem.

Senator Angus: We were told during our recent trip to New York that because of the depth of the kinds of investors in that fund, the market was able to absorb it. It came and went and there was no run on it like there was on Long Term Capital Management in 1998.

Mr. Selke: That is correct. The funny-sad thing is here we are, six weeks after the event. Had they had sufficient capital to carry it through, they would be solvent today because the market has returned to exactly where it was August 1, when the natural gas market was at roughly $7 per metric cubic foot and fell to about $4.50 per metric cubic foot mid-September. That was the straw that broke the camel's back. Today, it is back to $7 per metric cubic foot.

The Chairman: We were curious about the fact that the market was able to absorb the loss with no real impact on the marketplace, although many people lost a great deal of money. One of the managers in that fund was able to set up a new fund in short order and accumulate about $800 million. You are regulated in the sense that you as a fund administrator and portfolio manager are regulated at the top, not at the bottom. Had that situation happened in Canada, would that person have been able to set up a fund the day after and accumulate that much capital so quickly? Obviously, people trusted him because he was able to attract the money; we are being curious, not critical. Could that have happened here? You said that it occurred because of a fault in risk management of the fund.

Mr. Selke: That is correct. The individual responsible for that trade, Mr. Hunter, from Calgary, was not the person who received the backing to which you just referred. It was the Toronto-based equity group that received U.S. $800 million from Moore Capital in the United States.

The Chairman: We were privileged to speak to one of the chief officers of Moore Capital in New York, but we did not have an opportunity to ask him this question. He did have some serious insights into the hedge fund.

Senator Angus: You need extremely deep pockets.

Mr. Selke: Yes, it is a $10-billion fund. To make members of the committee smile, on ebay, should one wish to bid, the business card for the risk manager of Amaranth is now up for auction. You could put it beside your Bre-X shares.

The Chairman: If our cards were out in the marketplace, we would probably be seriously undercutting the marketplace.

particuliers comme investisseurs dans les produits que nous gérons. Les seuls contacts que nous ayons pu avoir avec Amaranth viennent du réseautage social qui se fait dans ce milieu; nous les connaissons bien.

De loin, il semble qu'ils n'étaient pas loin de la gestion du risque mais que cela a été négligé. Si l'on avait appliqué la gestion du risque telle que prévue, il n'y aurait pas eu de problème.

Le sénateur Angus : On nous a dit lorsque nous sommes récemment allés à New York qu'étant donné la profondeur des poches de ce genre d'investisseurs, le marché a pu absorber. Ce fut un phénomène passager qui n'a pas duré comme pour Long Term Capital Management en 1998.

M. Selke : C'est vrai. Ce qui est triste et amusant à la fois, dans cette situation, c'est qu'aujourd'hui, six semaines après, c'est passé. S'ils avaient eu suffisamment de capitaux pour continuer, ils seraient solvables aujourd'hui parce que le marché est revenu exactement là où il était le 1er août, quand le gaz naturel était à environ 7 $ le pied cube métrique et est tombé à environ 4,50 $ à la mi-septembre. C'est la goutte qui a fait déborder le vase. Aujourd'hui, il est revenu à 7 $.

Le président : Nous étions surpris du fait que le marché a été en mesure d'absorber la perte sans grandes conséquences, alors que beaucoup de monde a perdu beaucoup d'argent. Un des gestionnaires du fonds a réussi à constituer un nouveau fonds très rapidement et a accumulé environ 800 millions de dollars. Vous êtes réglementés en ce sens qu'à titre d'administrateur de fonds et de gestionnaire de portefeuilles, il y a réglementation au sommet mais non pas à la base. Si cette situation s'était produite au Canada, cette personne aurait-elle pu constituer un fonds dès le lendemain et accumuler un capital aussi important si vite? Certes, on lui faisait confiance puisqu'il a réussi à attirer cet argent; nous sommes curieux, plutôt que critiques. Cela aurait-il pu se produire ici? Vous avez dit que c'était arrivé du fait d'une lacune dans la gestion du risque de ce fonds.

M. Selke : C'est exact. La personne responsable de cette transaction, M. Hunter, de Calgary, n'est pas celle qui a reçu l'appui dont vous venez de parler. C'est le groupe d'actionnaires de Toronto qui a reçu 800 millions de dollars américains de Moore Capital aux États-Unis.

Le président : Nous avons eu la chance de pouvoir nous entretenir avec l'un des dirigeants de Moore Capital à New York mais nous n'avons pas pu lui parler de cette question. Il avait néanmoins des choses assez intéressantes à dire à propos du fonds spéculatif.

Le sénateur Angus : Il faut avoir de solides réserves.

M. Selke : Oui, c'est un fonds de 10 milliards de dollars. En passant, sur eBay, si vous voulez faire vos mises, la carte d'affaire du gestionnaire de risque d'Amaranth est aux enchères. Vous pourriez la garder avec vos actions de Bre-X.

Le président : Si nos cartes étaient mises en vente, ça bouleverserait certainement le marché.

Mr. Selke: Our firm handles about $2.5 billion. We have been very successful in that respect. We started with 11 individuals. We have grown to 30 people based in Toronto. The partners have in excess of $200 million invested in the funds that we manage. That is a very important aspect of goal congruence. We pay the same fees and bear the same risks. We have the same chance of profit and risk of loss as our investors have. That is an important statement to make, and it is an important marketing plus.

Most investment firms in this country cannot make such statements. That would typically be true of most of my peer group and competitors in the hedge fund side of things. Long only managers do it on an agency basis. We take the position that we are principals in the business. If we are providing advice on funds, we should be invested in all of those funds. If we do not have the conviction to put our money in alongside our investors', we do not manage that particular fund.

In 1999 we began to run a long-short Canadian equity strategy. By the way, we only manage Canadian assets. We do not trade in derivatives. Notwithstanding the elucidating testimony from the earlier group, we do not trade derivatives because we do not understand them. We try to stay to the very narrow area that we are involved with, which is Canadian equity long-short, energy shares in Canada long-short, mining shares in Canada long-short and income trusts long-short.

Since 1999, which is when our investment mandate began, we have compounded in excess of 20 per cent versus the Toronto Stock Exchange index rate of about 5.5 per cent. We have provided excess returns to our client base with less than market risk.

The hedge funds are sellers of risk if they do their job properly. Hedge funds are not meant to provide excess returns. Hedge funds are meant to sell risk. Sometimes people forget they are in the risk management business. I made sure to bring my little book here today entitled *Managing Risk,* because that is what a hedge fund does. A hedge fund attempts to minimize risk. That is very important to consider.

A hedge fund is not someone standing in the financial market rolling the dice. That is a speculator. We as a firm, and we in terms of the funds we manage, do not take speculative positions; we manage risk.

This is very important. In the context of the investment world, it is a risk return trade-off. One can have excessive returns if one takes excess risk. In our view, one of the better things to do is sell risk. That is why we have been relatively successful.

Our energy-specific and mining mandates have done very well. We are at 28 per cent on our energy mandates. Our mining mandates since inception have been roughly 24 per cent, 33 per cent and 47 per cent.

M. Selke : Le volume d'affaires de notre entreprise est de 2,5 milliards de dollars. Nous avons très bien réussi. Au début, nous n'étions que 11 personnes. Nous sommes maintenant 30 et nous avons installé nos pénates à Toronto. Les partenaires ont plus de 200 millions de dollars investis dans les fonds que nous gérons. C'est un aspect très important de la convergence des efforts. Nous payons les mêmes frais et nous assumons les mêmes risques. Nous avons les mêmes chances de profit et les mêmes risques que nos investisseurs. Il est important de le déclarer et c'est un important avantage commercial.

La plupart des sociétés d'investissement du pays ne peuvent faire pareilles déclarations. Ce serait vrai de la plupart de mes confrères et concurrents du secteur des fonds spéculatifs. Ceux qui ne gèrent qu'à long terme le font comme une agence. Nous estimons être des parties principales. Si vous nous demandez conseil sur les fonds, c'est que nous y investissons nous-mêmes. Si nous ne sommes pas convaincus que nous pouvons classer notre argent avec celui de nos investisseurs, nous ne générons pas le fonds en question.

En 1999, nous avons lancé notre stratégie d'acquisition d'actions canadiennes à long terme et à court terme. En passant, nous ne gérons que des actifs canadiens. Nous ne négocions pas de produits dérivés. Malgré le témoignage lumineux de ceux qui nous ont précédés, nous ne négocions pas de produits dérivés parce que nous ne les comprenons pas. Nous essayons de nous limiter au secteur étroit où nous sommes, soit les actions canadiennes à long terme et à court terme, dans les secteurs de l'énergie, des mines et dans celui des fiducies de revenu.

Depuis 1999, soit depuis le début de notre mandat d'investissement, nous avons accumulé un supplément de 20 p. 100 par rapport au taux indiciel de la bourse de Toronto, d'environ 5,5 p. 100. Nous avons offert à nos clients un rendement supérieur, avec un risque inférieur à celui du marché.

Les fonds de couverture vendent du risque quand ils font leur travail. Les fonds de couverture ne sont pas censés donner des rendements excessifs. Ils sont censés vendre du risque. Parfois, on oublie qu'il s'agit du commerce de la gestion du risque. Je me suis assuré d'avoir avec moi aujourd'hui ce livre intitulé *Managing Risk*, parce que c'est exactement ce que fait un fonds de couverture. Il faut essayer de réduire le risque au minimum. C'est une considération très importante.

Mais un fonds de couverture, ce n'est pas jouer aux dés de la finance. Il s'agirait alors de spéculation. Nous sommes une entreprise qui gère des fonds, sans faire de spéculation. Nous gérons le risque.

C'est très important. Dans le monde de l'investissement, il faut un équilibre entre le risque et le rendement. On peut avoir un rendement excessif, en prenant des risques excessifs. À notre avis, le mieux, c'est de vendre le risque. Voilà qui explique notre succès relatif.

Nous nous sommes très bien débrouillés dans le secteur de l'énergie et des mines. Pour le secteur énergétique, nous en sommes à 28 p. 100. Pour les secteurs miniers, depuis, le début, nos chiffres ont été 24 p. 100, 33 p. 100 et 47 p. 100.

Senator Angus: Is that on both the long and the short side?

Mr. Selke: That is the net number after all fees. Every number that I have given you is after all fees, all expenses and all costs.

Senator Angus: I am running out to phone your firm.

The Chairman: What exactly are your fees?

Mr. Selke: We charge a 2 per cent management fee and a 20 per cent performance fee, which is relatively standard.

The Chairman: Is the performance fee after a certain return to the investors or is that a flat rate?

Mr. Selke: In our case, once we hit a certain threshold, we set the bar —

The Chairman: What is the bar?

Mr. Selke: The bar would be 8 per cent gross.

The Chairman: If an investor puts in $1 million with you and you charge a 2 per cent commission on an annual basis —

Mr. Selke: That is a 2 per cent management fee.

The Chairman: Yes. What type of return does the $1 million have to earn before your 20 per cent performance fee kicks in?

Mr. Selke: It would be fund specific. As an example, if we attained an 8 per cent return net of all expenses, we would then be in what we characterize as performance territory. From that point on, there would be a daily accrual and the independent evaluator would make a provision in the asset value of the fund for the performance fee payable.

The Chairman: The 8 per cent would be net of your 2 per cent management fee?

Mr. Selke: Yes, in that particular example.

The Chairman: Essentially, it would be 8 per cent after all fees, and then your 20 per cent of the overage would kick in?

Mr. Selke: Yes, that is one example.

Senator Tkachuk: Is that standard for the industry?

Mr. Selke: No, that would be considered low. In the United States, generally speaking, there are no hurdles or thresholds. One of the more prominent managers there would charge a 3 per cent management fee and 25 per cent of all profits from zero.

There are a number of other examples in the United States where the fees are much higher. The Canadian fees I have just mentioned vary depending on the particular negotiating skills when the fund is set up or just relevant to the underlying strategy.

Le sénateur Angus : Pour le long terme et le court terme?

M. Selke : Ce sont les chiffres nets, une fois enlevés tous les frais. Tous les chiffres que je vous ai donnés sont calculés sans les frais, les dépenses et les coûts.

Le sénateur Angus : Je sors tout de suite téléphoner à vos bureaux.

La président : Quels sont vos frais?

M. Selke : Nous demandons 2 p. 100 en frais de gestion et 20 p. 100 en fonction du rendement, ce qui correspond à la norme.

Le président : Est-ce que les frais qui sont en fonction du rendement dépendent du rendement pour les investisseurs, ou est-ce un taux fixe?

M. Selke : Dans notre cas, une fois qu'on a atteint un certain seuil, nous fixons la barre...

Le président : À quel niveau?

M. Selke : La barre serait 8 p. 100 du brut.

Le président : Si un investisseur vous confie un million de dollars et que vous lui imposez une commission annuelle de 2 p. 100...

M. Selke : Il s'agit dans ce cas-là de frais de gestion de 2 p. 100.

Le président : D'accord. Quel rendement devez-vous obtenir avec ce million de dollars pour avoir droit à cette commission de 20 p. 100 sur le rendement?

M. Selke : Tout dépend du fonds en question. Par exemple, si nous atteignons un rendement de 8 p. 100 toute dépenses payées, nous entrons alors dans ce qu'on pourrait appeler la partie rendement. À compter de ce moment, il y aurait des charges à payer quotidiennes, et l'évaluateur indépendant examinerait la valeur des actifs du fonds pour déterminer la prime au rendement payable.

Le président : Ce 8 p. 100 n'a rien à voir avec les 2 p. 100 pour les frais de gestion?

M. Selke : Oui, dans ce cas particulier.

Le président : Essentiellement, ce serait 8 p. 100 après tous les autres frais, après quoi, la prime au rendement de 20 p. 100 serait payable?

M. Selke : Oui, c'est un autre exemple.

Le sénateur Tkachuk : Est-ce une pratique normale de l'industrie?

M. Selke : Non, cela serait considéré comme peu élevé. Aux États-Unis, de manière générale, il n'y a aucun obstacle ou seuil. Les grands portefeuillistes américains exigent des frais de gestion de 3 p. 100 et 25 p. 100 de tous les profits à partir de zéro.

Il y a d'autres exemples aux États-Unis où les frais sont beaucoup plus élevés. Les frais canadiens que je viens de mentionner dépendent des habiletés du négociateur lorsque le fonds est créé ou tout simplement de la stratégie sous-jacente. Les

Different managers have different fund structures. Some managers may charge less and some may charge more. Someone said earlier that it is a free market. No one is forced to allocate money to the particular strategy. If people wish to do so, they can.

Senator Goldstein: In your operation, if in a given year the fund suffers a loss, do you have to get back to the threshold from which you took the loss in order to start participating with respect to your 20 per cent?

Mr. Selke: That is known as a high watermark, and the answer is typically yes.

In a case where you went from $10 to $20 with 100 per cent return, you would do very well. In the next year, if you went from $20 to $15, you would have to make up for it before going into the next calculation.

Senator Massicotte: Is it a cumulative 8 per cent return?

Mr. Selke: Yes.

The Chairman: Let us return to your earlier comment about regulation. You support regulation. We had intensive discussions in the United States several weeks ago with officials from the Federal Reserve Bank of New York, the New York Stock Exchange and major banks, and they were divided on the question. They had been lightly regulated with registrations. Then the *Goldstein* decision came in, and after 18 months it is back to free form with no regulation.

We do have a form of what I call "regulation light," by which I mean the brokers, the administrators and the portfolio managers are, in effect, licensed, but the fund itself is not licensed, based on what we heard yesterday from Mr. Wilson.

What do you mean when you say that you are prepared to invite more regulation? Please give us some specifics. We are very conscious of not wanting to recommend anything that will affect the workings of the marketplace.

Mr. Selke: Perhaps I can come back to that question.

The Chairman: Yes, please do.

I will ask Senator Goldstein to chair this meeting at this time because I have to leave in five minutes to present evidence at a committee of the House of Commons. If you could return to that question for the purpose of the record, I would appreciate that.

Mr. Selke: The strategies we would typically employ that are relevant to hedge funds in general include arbitrage, that is, selling a weak company in an industry and buying a strong company in the same industry. That is pairs trading. We do short selling, where you identify a weak company on its own. There are large-capitalization trades and small-capitalization trades. Generally, the large-capitalization companies are slow and lumbering and the smaller ones move a little faster, and

divers gestionnaires ont des structures de fonds différentes. Certains gestionnaires peuvent demander moins que d'autres. Quelqu'un a dit plus tôt qu'on était dans un marché libre. Personne n'est forcé d'investir dans une stratégie particulière. Si les gens veulent le faire, ils peuvent le faire.

Le sénateur Goldstein : Chez vous, si le fonds essuie des pertes une certaine année, êtes-vous obligé de revenir au seuil à partir duquel vous avez essuyez la perte pour calculer votre 20 p. 100?

M. Selke : On appelle cela une barre élevée, et la réponse est oui, normalement.

Dans un cas où vous êtes passé de 10 à 20 $, avec un rendement de 100 p. 100, ça va très bien. Mais si l'année suivante, vous êtes passé de 20 $ à 14 $, vous devez prendre cette perte en compte avant de faire vos prochains calculs.

Le sénateur Massicotte : S'agit-il d'un rendement cumulatif de 8 p. 100?

M. Selke : Oui.

Le président : Revenons à ce que vous avez dit plus tôt à propos de la réglementation. Vous êtes favorable à la réglementation. Nous avons eu des discussions animées aux États-Unis il y a quelques semaines avec des responsables de la Federal Reserve Bank de New York, la bourse de New York et les grandes banques, et ils étaient divisés sur cette question. Ils avaient connu une réglementation légère assortie d'obligations d'enregistrement. Puis l'*arrêt Goldstein* est tombé, et 18 mois plus tard, on est revenu au marché libre total sans aucune réglementation.

Nous avons chez nous ce que j'appellerais une « réglementation légère », et je veux dire par cela que les courtiers, les administrateurs et les gestionnaires de portefeuilles sont en effet licenciés, mais le fonds lui-même n'est pas licencié, si j'ai bien compris ce que nous a dit hier M. Wilson.

Que voulez-vous dire lorsque vous dites être disposé à accepter une plus grande réglementation? Veuillez nous donner des détails. Nous ne voulons pas recommander de mesures qui nuiraient au fonctionnement du marché.

M. Selke : Je peux peut-être répondre plus tard à cette question.

Le président : Oui, je vous en prie.

Je vais maintenant demander au sénateur Goldstein de présider la séance parce que je dois partir dans cinq minutes pour aller témoigner devant un comité de la Chambre des communes. Si vous pouviez plus tard répondre à cette question, je vous en serais reconnaissant.

M. Selke : Les stratégies que nous employons normalement et qui concernent les fonds de couverture comprennent généralement l'arbitrage, c'est-à-dire le fait de vendre une entreprise faible dans une certaine industrie et d'acheter une entreprise forte dans la même industrie. C'est ce qu'on appelle les transactions par paires. Nous pratiquons aussi la vente à découvert lorsqu'on identifie une entreprise faible. Il y a des transactions à forte capitalisation et à petite capitalisation. De

capital is allocated accordingly. Convertible arbitrage, warrant arbitrage and merger arbitrage are standard investment techniques.

I will not get into the specifics of the different strategies. Suffice to say they are in the offering documents that are put out to the investment community. They are written in plain English, so they are understandable and not confusing. They are very clear statements. The investment strategy is articulated just as I have set out here.

Our firm writes our offering memorandums with prospectus-like disclosure. If we had the ability to file them as prospectuses, we would. We have filed four long-short strategies with the regulators in Canada. We currently have two long-short strategies listed and trading on the Toronto Stock Exchange — the Front Street Performance Fund, which is a long-short Canadian equity, and a Front Street long-short income trust fund.

These funds are fully regulated and fully transparent. We are completely compliant with all securities regulations that exist in the country. We would encourage the development of that compliance. We are likely the only Canadian firm that has gone this far.

The investment community in Canada, the underwriting community that knows our firm, knows the principal well. When we sign certificates that state that the disclosure is full, true and plain and the underwriter has done the appropriate amount of due diligence on the strategy and on the disclosure that is in the offering document, they are prepared to sign. I am happy to say that we have had support from the Canadian investment community, which would be the members of the Investment Dealers Association, who are typically subsidiaries of the various large financial institutions in the country. We have been supported wonderfully well by that community.

I will be speaking on this topic next week at a hedge fund conference in Toronto. There are concerns with respect to the so-called "retailization" of hedge funds. We believe that one of the issues associated with that is full, true and plain disclosure, that it is very important for all investors, in any investment product, to have the ability to understand, which in our system is the duty of the broker or financial adviser who is selling or marketing the particular product. That is very important, and we are completely in agreement with that. The know-your-client rule and the suitability of the particular investment are absolutely paramount.

We do not liaise with individual investors. I know that you will all rush up to me after the meeting and wish to allocate money. The good news is that I will not take it, because we do not deal with the Canadian public. We create product that is then distributed, and it is the duty of the investment adviser or the

manière générale, les entreprises à forte capitalisation sont lentes, et les entreprises à petite capitalisation bougent un peu plus rapidement, et le capital est investi en conséquence. L'arbitrage convertible, l'arbitrage de souscription et l'arbitrage de fusion sont des techniques d'investissement standard.

Je n'expliquerai pas ces diverses stratégies en détail. Qu'il suffise de dire qu'elles sont inscrites dans les notices d'offre qui sont portées à la connaissance des investisseurs. Celles-ci sont rédigées en termes simples, elles sont donc compréhensibles et ne portent pas à confusion. Elles sont énoncées très clairement. La stratégie d'investissement y est articulée comme je viens de le faire.

Notre société rédige ces notices d'offre et l'assortit de divulgations comme on en trouve dans les prospectus. Si nous pouvions émettre des prospectus, nous le ferions. Nous avons fait connaître nos quatre stratégies à long terme aux régulateurs canadiens. Nous avons en ce moment deux stratégies à long terme et à court terme qui sont offertes à la Bourse de Toronto : le Front Street Performance Fund, qui est une valeur mobilière canadienne à long et à court termes, et la fiducie de revenu à cour et à long termes Front Street.

Ces fonds sont entièrement assujettis à la réglementation et parfaitement transparents. Nous nous conformons en tout point à toutes les réglementations boursières qui existent au pays. Nous encourageons cette observation de la réglementation. Nous sommes sans doute la seule entreprise canadienne qui est allée aussi loin.

Les investisseurs canadiens, les souscripteurs canadiens qui connaissent notre société, savent bien quel est notre capital protégé. Lorsque nous signons des certificats qui affirment que la divulgation est entière, exacte et claire, et que le souscripteur a fait les recherches voulues sur notre stratégie et la divulgation qui se trouve dans la notice d'offre, il est prêt à signer. Je suis heureux de vous dire que nous avons le soutien des investisseurs du Canada, de ceux qui sont membres de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, qui sont normalement des succursales des diverses grandes institutions financières du pays. Ce milieu nous accorde tout son soutien.

La semaine prochaine, je vais parler de ce sujet à une conférence sur les fonds de couverture à Toronto. Certains s'inquiètent de ce qu'on appelle la « vente au détail » des fonds de couverture. Nous pensons que l'un des problèmes qui se posent ici tient à la divulgation entière, exacte et claire, qui est très importante pour tous les investisseurs, pour tout produit d'investissement, et dans notre système, il est du devoir du courtier ou du conseiller financier qui vend ou met en marché un produit en particulier de bien comprendre de quoi il s'agit. C'est très important, et nous sommes parfaitement d'accord avec cela. Il est absolument essentiel ici d'observer la règle qui vous oblige à connaître votre client et à voir si l'investissement en question lui convient.

Nous n'avons pas de rapport avec les investisseurs comme tels. Je sais que vous allez tous vous jeter sur moi après la séance pour me demander d'investir votre argent. Heureusement pour vous, je ne prendrai pas votre argent étant donné que nous ne faisons pas affaire avec le public en général. Nous créons un produit qui est

financial representative to find out whether that product is suitable, given the knowledge level, the means and the financial situation of the client, and to comply with what is known as the know-your-client rule. That is the key aspect. We are completely and totally in sync with respect to transparency.

The Chairman: Senator Goldstein will assume the chair. He has only a short term here. It is important that he indicate his great talents as a chairman. Senator Meighen, a long-serving member of the committee on the Conservative side, will be the temporary vice-chairman.

I apologize. I am due at another committee on the other side to present evidence on one of our reports. You will be in capable hands with Senator Goldstein and Senator Meighen.

Mr. Selke: Thank you.

Senator Yoine Goldstein (*Acting Chairman*) in the chair.

The Acting Chairman: Please continue.

Mr. Selke: Our view is that the hedge funds can reach the so-called retail market, the moms and pops of the world, in Canada through only two avenues. One is that you wrap a hedge fund product around something known as a principal protected note. In security law terms, the product ceases to become a hedge fund and is now wrapped by the institution that is issuing the principal protected note. The other method, of course, is to issue an offering memorandum to accredited investors, which takes it out of the retail level and moves it up to people who are thought to have knowledge because they have money in their pockets. The two do not necessarily go hand in hand, as we have found out.

Senator Meighen: Are you in favour of mom and pop, in other words, unsophisticated investors, being able to purchase hedge funds directly?

Mr. Selke: At the present time, investors can purchase funds through this mechanism of the principal protected note.

Senator Meighen: I am leaving that one aside, because we had evidence yesterday that that is possible, but it also perhaps cries out for some sort of regulation.

Mr. Selke: It is challenging because it does not fall within the purview of the Canadian security regulator. They are challenged in terms of the requirement to have full, true and plain disclosure. Any financial instrument should have full, true and plain disclosure. If the strategies employed are properly disclosed and vetted by a provincial securities regulator, it is hard to imagine why the risk increases.

For example, during the tech boom, the provincial securities regulators suspended the so-called prudent-man rule, which had been in existence since 1847, and allowed mutual funds to have investments in a particular company — Nortel — well in excess of

ensuite distribué, et il appartient aux conseillers en placement ou aux représentants financiers de voir si ce produit est convenable, compte tenu du niveau de connaissance et des moyens financiers du client, et d'observer cette règle qui vous oblige à connaître votre client. L'essentiel est là. Pour ce qui est de la transparence, nous sommes un véritable livre ouvert.

Le président : Le sénateur Goldstein va assumer la présidence. Son mandat sera bref. Il est important qu'il fasse valoir ses grands talents comme président. Le sénateur Meighen, qui siège au comité depuis longtemps du côté conservateur, sera le vice-président suppléant.

Toutes mes excuses. Je suis attendu à un comité des Communes où je dois parler de l'un de nos rapports. Avec les sénateurs Goldstein et Meighen, vous êtes entre bonnes mains.

M. Selke : Merci.

Le sénateur Yoine Goldstein (*président suppléant*) occupe le fauteuil.

Le président suppléant : Veuillez poursuivre.

M. Selke : Nous sommes d'avis que les fonds de couverture peuvent être placés sur ce qu'on appelle le marché du détail, qui peuvent être offerts aux petits investisseurs du Canada seulement par deux moyens. Le premier, c'est lorsqu'on englobe le fonds de couverture dans un mécanisme qu'on appelle la notice du capital protégé. En droit des valeurs mobilières, le produit cesse alors d'être un fonds de couverture et est protégé par l'institution qui émet la notice de capital protégé. L'autre moyen, bien sûr, consiste à adresser une notice d'offre aux investisseurs accrédités, ce qui l'exclut de la vente au détail, et on offre ainsi aux investisseurs que l'on juge averti parce qu'ils ont de l'argent dans les poches. C'est deux qualités ne vont pas nécessairement de pair, comme on l'a découvert.

Le sénateur Meighen : Est-ce qu'à votre avis les petits investisseurs, autrement dit, ces investisseurs qui ne sont pas avertis, devraient pouvoir acheter directement des fonds de couverture?

M. Selke : En ce moment, les investisseurs peuvent acheter des fonds de couverture en passant par le mécanisme qu'on appelle la notice de capital protégé.

Le sénateur Meighen : Oublions cela un moment parce qu'on nous a dit hier que c'est possible, mais ce mécanisme exige aussi peut-être une forme de réglementation quelconque.

M. Selke : Cela serait difficile parce que les régulateurs des valeurs mobilières canadiennes ne seraient pas à même d'agir ici. Ce serait difficile aussi aux vues de l'exigence relative à la divulgation entière, exacte et claire. Tout mécanisme financier doit faire l'objet d'une divulgation entière, exacte et claire. Si les stratégies qu'on emploie sont bien expliquées et approuvées par un régulateur provincial des valeurs mobilières, il est difficile d'imaginer pourquoi le risque augmenterait.

Par exemple, à l'époque du boom technologique, les régulateurs provinciaux des valeurs mobilières ont suspendu ce qu'on appelle la règle de prudence, laquelle existe depuis 1847, et ont permis aux fonds communs de placement d'investir dans une

what was prudent. They were able to take it up to a level of 35 per cent of the particular fund because that was the market weight at the time for that particular company. As we all know, that particular company fell on hard times and went from more than $100 a share to about $2 a share, and suddenly that was not prudent.

They have never suspended the law of supply and demand, nor the law of gravity, nor the need for common sense. Common sense goes a long way in this world.

We are very much in support of full disclosure and running things with proper limits in the prudent-man world, which is how we run our funds. We cannot overload positions, we cannot have high levels of illiquidity, and we cannot have one position greater than 10 per cent. These restrictions are completely defined in the offering documents. In our particular case, they would be completely lifted from the mutual fund rules that exist at the present time.

Our funds are identical to Canadian mutual funds, with two exceptions. Canadian mutual funds prima facie cannot short-sell securities. We are allowed to do that. Also, Canadian mutual funds are not allowed to borrow. In our case, we can borrow, but it is subject to strict guidelines that are governed on a daily basis by the Investment Dealers Association.

With the current accounting and valuation systems in existence, there is no reason that the necessary valuation procedures cannot be put in place across the financial system today. All the controls are there today; it is just not something that wins many votes. However, from a financial efficiency perspective, it improves the efficiency and liquidity of markets.

Senator Meighen: I am perhaps being thick on this. If I am a retail investor rather than a sophisticated investor and I say to my broker, "I have heard about these Front Street Capital funds. I would like you to buy one," you, Front Street Capital, have no obligation to ascertain whether I should be buying it. That is up to the broker; is that correct?

Mr. Selke: Yes.

Senator Meighen: The burden is on the broker to say I should not be investing in this or I should be.

Mr. Selke: That is correct.

Senator Meighen: The ordinary retail purchaser has full access to your long-short income funds.

Mr. Selke: Yes. We are in support of choice.

Senator Meighen: You are also in support of regulation.

certaine entreprise — Nortel — bien au-delà de ce qu'on jugeait être prudent. Ils ont pu acquérir jusqu'à 35 p. 100 de cette action parce que c'était ce que valait cette entreprise à l'époque. Comme nous le savons tous, cette entreprise s'est butée à des difficultés, et l'action est passée de plus de 100 $ à environ 2 $, et tout à coup, ce placement devenait imprudent.

On n'a jamais suspendu la loi de l'offre et de la demande, la loi de la gravité non plus, et on n'a pas aboli non plus la nécessité du bon sens. Le bon sens vous permet de faire pas mal de chemin dans notre monde.

Nous croyons beaucoup dans la nécessité d'une divulgation complète et d'une gestion balisée par la prudence, et c'est ainsi que nous gérons nos fonds. On ne peut pas surcharger des positions, on ne peut pas avoir de haut niveau d'illiquidité, et on ne peut pas avoir une position dépassant les 10 p. 100. Ces restrictions sont bien définies dans nos notices d'offre. Dans notre cas à nous, nous nous en tenons aux règles qui régissent les fonds communs de placement en ce moment.

Nos fonds sont identiques aux fonds communs de placement canadiens, avec deux exceptions. Les fonds communs de placement canadiens ne peuvent pas comme tel vendre de valeurs mobilières à découvert. Il ne nous est pas permis de faire cela non plus. De même, les fonds communs de placement canadiens n'ont pas le droit d'emprunter. Dans notre cas à nous, nous pouvons emprunter, mais ces emprunts sont assujettis aux lignes directrices sévères dont l'application est contrôlée quotidiennement par l'Association canadienne des courtiers en valeur mobilière.

Avec les systèmes de comptabilité et d'évaluation qui existent de nos jours, absolument rien ne s'oppose à ce que l'on mette en place les formalités d'évaluation nécessaire dans le tout le système financier. Tous les contrôles voulus existent aujourd'hui; mais ce n'est pas avec ça qu'on va chercher les votes. Cependant, du point de vue de l'efficience financière, l'efficience et la liquidité des marchés s'en portent mieux.

Le sénateur Meighen : Je suis peut-être lent à comprendre ici. Si je suis un petit investisseur et non un investisseur averti et que je dis à mon courtier : « J'ai entendu parler de ces fonds qu'on appelle les Front Street Capital. J'aimerais en acheter un », vous, de Front Street Capital, n'avez nullement l'obligation de me dire si je dois acheter ou non. C'est le courtier qui doit me donner ce conseil; est-ce exact?

M. Selke : Oui.

Le sénateur Meighen : C'est au courtier qu'il incombe de décider s'il faudrait investir dans ces fonds ou non, n'est-ce pas?

M. Selke : C'est exact.

Le sénateur Meighen : L'acheteur ordinaire au détail peut-il facilement se procurer votre fonds de revenu à long terme et à court terme?

M. Selke : Oui. Nous favorisons le choix.

Le sénateur Meighen : Favorisez-vous également la réglementation?

Mr. Selke: Yes, regulation and transparency.

Senator Meighen: To what extent do you have to be transparent?

Mr. Selke: What would you like to know?

Senator Meighen: I gather your transparency comes about when you tell the investing world, probably through a broker, what your fund is all about, what regulations it follows, what limits it self-imposes, et cetera.

Mr. Selke: We would be delighted to file such documents with the relevant securities regulators and have done so for our two exchange-traded funds.

Senator Meighen: You are not now required to do so?

Mr. Selke: No, because we cannot offer it that way. We would be delighted to do that so that it is on the record and we would be subject to the same rules as any mutual fund. In fact, long-only mutual funds are much riskier than long-short hedge funds, hugely more risky.

The Chairman: If properly managed?

Mr. Selke: No, prima facie, they are riskier.

Senator Meighen: Then why do hedge funds have this bad reputation, Mr. Selke?

Mr. Selke: It is a wonderful mechanism to sell newspapers.

Senator Meighen: I know what you are talking about.

Mr. Selke: It is mentioned in here. For example, the Portus affair, which was a great headline last year, had nothing to do with hedge funds and everything to do with breaching the Securities Act; the wrong offering document was being sold to the wrong people. It had nothing to do with hedge funds. You could have been selling anything underneath it, pork bellies. It had nothing to do with hedge funds but it was a wonderful headline and got a lot of press, a lot of attention and, I dare say, sold a few more newspapers.

The Acting Chairman: It happened largely because of lack of oversight.

Mr. Selke: No, it happened because the individuals involved were bad people.

The Acting Chairman: But the oversight mechanisms did not catch them as bad people.

Mr. Selke: One of the individuals leant his name, if you can believe this, as a portfolio manager in exchange for a fee. These two bad guys then borrowed his name and used that and then they ran amuck without him knowing about it. It is like putting a

M. Selke : Oui, la réglementation et la transparence.

Le sénateur Meighen : Dans quelle mesure vos opérations doivent-elles être transparentes?

M. Selke : Que voulez-vous savoir?

Le sénateur Meighen : Je suppose que pour vous la transparence consiste à dire aux investisseurs, probablement par l'entremise d'un courtier, en quoi consiste votre fonds, quelle réglementation il respecte, quelles en sont les limites, et cetera.

M. Selke : Nous sommes toujours prêts à déposer de tels documents auprès des organismes pertinents de réglementation des valeurs mobilières, et nous l'avons d'ailleurs fait dans le cas de nos deux fonds cotés en bourse.

Le sénateur Meighen : Vous n'êtes pas déjà tenu de le faire?

M. Selke : Non, nous ne pouvons pas fournir l'information de cette façon. Mais nous serions heureux de le faire afin que l'information soit facilement disponible et que nous soyons ainsi assujettis aux mêmes règles que n'importe quel fonds de placement commun. En fait, les fonds de placement commun à long terme seulement posent des risques bien plus grands que les fonds de couverture à long terme et à court terme, des risques beaucoup plus élevés.

Le président : Même s'ils sont bien gérés?

M. Selke : Ils sont plus risqués de nature.

Le sénateur Meighen : Dans ce cas, monsieur Selke, comment expliquez-vous que les fonds de couverture aient aussi mauvaise réputation?

M. Selke : Ils font vendre beaucoup de journaux.

Le sénateur Meighen : Je sais à quoi vous faites référence.

M. Selke : On en parle ici. Par exemple, l'affaire *Portus* qui a tant fait la manchette l'an dernier n'avait rien à voir avec les fonds de couverture. Il s'agissait d'une infraction à la Loi sur les valeurs mobilières; des notices d'offres invalides ont été vendues à la mauvaise catégorie de clients. Cela n'avait rien à voir avec les fonds de couverture. On aurait pu vendre n'importe quoi avec ces documents, y compris des flancs de porc. Cela n'avait rien à voir avec les fonds de couverture, mais on en a fait deux grands titres et cela a permis à la presse de vendre davantage de journaux.

Le président suppléant : Cela s'est produit surtout par manque de surveillance.

M. Selke : Non, cela s'est produit parce que les personnes en cause étaient malhonnêtes

Le président suppléant : Mais les mécanismes de surveillance n'ont pas permis de détecter leur malhonnêteté.

M. Selke : L'une de ces personnes avait prêté son nom, croyez-le ou non, pour servir de gérant de portefeuille, contre rémunération. Deux personnes malhonnêtes ont utilisé son nom et se sont livrées à une arnaque sans qu'elle en soit informée. Cela

blank cheque on your bank account. Why anyone would be willing to do that to his or her name, which is the most important thing you have, is beyond me. You cannot legislate stupidity.

Senator Meighen: Or honesty.

Mr. Selke: Yes, you cannot legislate it. You try to be open and ensure you pre-screen. The pre-screening aspect is very important. Regarding the proficiency aspects of it, all my colleagues in Canada that currently employ hedge funds are all registered. We have all been approved as having met certain proficiency standards — the same ones, I might add, that are utilized by all the folks in the mutual fund business. It is the same proficiency standard; we just have more tools and strategies. As a result, we have been able to generate slightly higher returns with lower risk.

We are puzzled by the issue around transparency. It is our clients' money, not ours. If our clients need to understand what it is that we are doing, we ask them to sign a nondisclosure agreement and they get full access to our prime broker, which is where the daily activity takes place. It is very important that one treat one's clients with respect.

The Acting Chairman: Whom do you see as your client, the broker or me?

Mr. Selke: I do not see either of you as my client; the funds that we create are the client. We have investors who subscribe to those funds. They are not our clients but investors. I have 20 different fund products; those are my clients. I do not deal with the public. I do not want to deal with the public. I want people who are better suited, who have the appropriate compliance system, the skill set and the level of knowledge to do that. They can do the suitability aspect of it. They should do that; that is their strength. Let us do ours. Restrict us to our activity, which is managing money. That is what we are good at.

Senator Massicotte: Who owns Front Street Capital? Are there any financial institutions with an interest in it?

Mr. Selke: No. There are five partners in Front Street Capital. Three partners, myself, Frank Mersch and Norm Lamarche, each own 30.25 per cent; my chief operating officer, David Conway, owns 5 per cent; and our office manager, Linda Hryma, owns 4.25 per cent.

Senator Massicotte: You have often said that at Front Street Capital you disclose your practices. You are one of the two largest hedge fund managers in Canada. Given your size, it is easier for you to comply and satisfy investors' expectations. However, can

revient à déposer un chèque en blanc dans son compte en banque. Je n'arrive pas à croire que quelqu'un ait ainsi prêté son nom, sachant qu'un nom est la chose la plus précieuse que vous avez dans ce domaine. On ne peut pas adopter de loi contre la stupidité.

Le sénateur Meighen : Il n'y a pas de loi non plus pour obliger les gens à être honnêtes.

M. Selke : Effectivement. On essaie d'être honnête et on s'assure de faire un examen préalable. L'examen préalable est très important. En ce qui a trait aux compétences, tous mes collègues canadiens qui ont actuellement recours à des fonds de couverture sont enregistrés. Leurs compétences ont été approuvées — j'ajouterai que ce sont les mêmes compétences qui servent à ceux qui travaillent dans le domaine des fonds de placement commun. La norme de compétence est la même; il y a simplement plus d'instruments et de stratégies. Par conséquent, nous avons pu obtenir un rendement légèrement supérieur et réduire les risques.

Nous sommes étonnés de cette question de transparence. L'argent en cause est celui de nos clients, pas le nôtre. Si nos clients doivent mieux comprendre ce que nous faisons, nous leur demandons de signer un accord de non-divulgation, puis nous leur donnons accès à notre courtier principal, qui est chargé des transactions au quotidien. Il est très important de traiter ces clients avec respect.

Le président suppléant : Qui considérez-vous votre client, le courtier ou moi?

M. Selke : Ni l'un ni l'autre; ce sont les fonds que nous créons qui sont le client. Les investisseurs souscrivent à ces fonds. Ils ne sont pas nos clients, mais des investisseurs. Mon entreprise compte 20 types de fonds différents; ce sont mes clients. Je ne fais pas affaire avec le public. Je ne veux pas faire affaire avec le public. Je confie cette tâche à des gens qui sont mieux en mesure que moi de le faire, qui possèdent les systèmes appropriés de conformité, les compétences et les connaissances pour cela. C'est eux qui doivent décider si le produit correspond aux besoins du client. C'est à eux que cela incombe; c'est ce qu'ils font de mieux. Faisons chacun notre travail. Pour notre part, limitons-nous à notre activité, qui est de gérer l'argent. C'est ce que nous faisons de mieux.

Le sénateur Massicotte : À qui appartient la société Front Street Capital? Y a-t-il des institutions financières qui en détiennent une partie?

M. Selke : Non. La société appartient à cinq associés. Trois associés, dont Frank Mersch, Norm Lamarche et moi-même, possèdent chacun une part équivalent à 30,5 p. 100; le président directeur-général, David Conway, possède 5 p. 100 et notre gestionnaire de bureau, Linda Hryma, a une part de 4,25 p. 100.

Le sénateur Massicotte : Vous avez souvent dit que chez Front Street Capital, vous divulguez vos pratiques. Vous êtes l'un des deux plus importants gestionnaires de fonds de couverture au Canada. Étant donné votre taille, il est facile pour vous de

you tell us about other hedge fund managers? Tell us about the ones that are much smaller. In your mind, is the disclosure adequate in those cases?

Mr. Selke: Likely not. It would only be suitable to the institutional investor or to the accredited or high net worth investor because it is an easier standard for them to attain with respect to disclosure. It is not that they are not capable, but the cost of complying with the disclosure requirements that would be required from a "public perspective" would be too high and too costly.

Senator Massicotte: Therefore, they do it by the private placement process.

Mr. Selke: That is correct.

Senator Massicotte: Are investors in these cases adequately knowledgeable and getting adequate information to understand the risks and expectations they should have from these funds?

Mr. Selke: Yes; that would be my conclusion.

Senator Massicotte: People are not surprised. When they lose money they do not say, "I did not understand. I did not know." You think there is adequate information being afforded?

Mr. Selke: Yes; they understand.

Senator Massicotte: Is that the case for all funds?

Mr. Selke: I would put it very close to 100 per cent.

Senator Massicotte: People talk about conflicts in the industry where a manager may own part of the distribution system. We see in the banking system where they obviously push their own product and sometimes a sales person is not as informed or as knowledgeable as possible because there is an orientation motivation to sell your product. Is that the case in hedge funds? Do we see such potential conflicts?

Mr. Selke: There are different conflicts. For example, your interest might diverge from the interests of the investors in your fund product. One way we have tried deal with that is that my partners, myself and the rest of our staff do not buy and sell individual securities. When we have extra cash, liquidity, we buy the same fund units that our clients buy. We are in the same investment pool, so there is no ability for us to say, "I like stock A and I am willing to really invest in it." If it is good enough for me, it is good enough for the fund. The investor has to come first. We make that comment at every presentation: The client must win first before the adviser wins. If you do not do that, and it is not transparent and it is not auditable, there is the potential for conflicts and poor behaviour.

répondre aux attentes des investisseurs. Cependant, les autres gestionnaires de fonds de couverture en font-ils autant? Qu'en est-il des plus petites sociétés? À votre avis, divulguent-elles assez d'informations?

M. Selke : Probablement pas. Cela ne conviendrait qu'aux investisseurs institutionnels ou aux investisseurs ayant un avoir net élevé ou accrédité parce qu'il leur serait plus facile de se conformer aux normes en matière de divulgation. Ils pourraient le faire, mais il serait trop coûteux pour eux de se conformer aux exigences du public en matière de divulgation.

Le sénateur Massicotte : Par conséquent, ils optent pour des placements privés.

M. Selke : Effectivement.

Le sénateur Massicotte : Dans ces cas, les investisseurs sont-ils suffisamment renseignés et obtiennent-ils l'information nécessaire pour bien comprendre les risques de ces placements et ce qu'ils peuvent en attendre?

M. Selke : J'estime que oui.

Le sénateur Massicotte : Les gens ne sont pas surpris. Quand ils perdent de l'argent, ils ne vous disent pas : « Je ne savais pas, je ne comprenais pas. ». Vous croyez qu'on leur donne assez d'information?

M. Selke : Oui, ils comprennent.

Le sénateur Massicotte : Est-ce le cas pour tous les fonds?

M. Selke : Pour la quasi-totalité des fonds, à mon avis.

Le sénateur Massicotte : Certains ont invoqué l'existence de conflits d'intérêt dans le secteur si un gestionnaire possède une partie du réseau de distribution. C'est ce qu'on observe dans le système bancaire, où les banques font la promotion de leurs propres produits et où, dans certains cas, le préposé aux ventes n'est pas très bien renseigné, parce que la banque veut vendre ses produits. La situation est-elle la même en ce qui concerne les fonds de couverture? Y a-t-il aussi des cas de conflit d'intérêts potentiels?

M. Selke : Il y a différents genres de conflits. Par exemple, vos intérêts peuvent être quelque peu différents de ceux des gens qui investissent dans votre fonds. Pour tâcher d'atténuer ces problèmes, les partenaires, le reste de notre personnel et moi-même n'achetons pas et ne vendons pas de valeurs mobilières individuelles. Quand nous avons de l'argent de liquidité supplémentaire, nous achetons des unités du même fonds que nos clients. Nous faisons partie du même cercle d'investisseurs, si bien que nous ne pouvons pas dire, par exemple « j'aime bien les actions A et je suis prêt à y investir beaucoup d'argent ». Ce qui est avantageux pour moi l'est aussi pour le fonds. L'investisseur doit être notre première préoccupation. C'est ce que nous disons chaque fois que nous présentons nos produits : le client doit sortir gagnant pour que le conseiller soit gagnant. Si on ne procède pas de cette façon et si le système n'est pas transparent ou ne peut faire l'objet d'une vérification comptable, ça risque de donner lieu à des conflits ou à des comportements douteux.

We have a 25-page due diligence questionnaire that we table with our clients. There are 200 questions. If 200 questions are not enough, they are allowed to go to 201, and they should. When people say they do not know enough, that is up to them, but they have to ask for this material.

Senator Massicotte: The key is alignment of interest.

Mr. Selke: Absolutely.

Senator Massicotte: Is your comfort level for conflicts similar to that of other fund managers?

Mr. Selke: I am aware where there are conflicts that may or may not be disclosed, but we would not have specific knowledge of them.

Senator Massicotte: One major conflict arises from the fact that you share 20 per cent of the upside after a certain prior return, if you wish. Therefore, many fund managers do not share the losses. That may not be so in your case, but you may use debt to a significant degree because if you buy $1 million of security and you finance it for 80 per cent or 90 per cent, your upside is more significant, and if you called the wrong shot, you lose money. The fund manager does not share that loss. Is that a problem in Canada and is debt used significantly by the hedge funds?

Mr. Selke: In our particular case, we use virtually no debt. That just happens to be the way we run our different funds. Debt is typically not used a great deal in Canada. It clearly was the straw that broke the camel's back, if you wish, with the Amaranth situation, where they were levered up 10 or 11 to 1, not quite like Long Term Capital Management, which was 200 to 1.

Senator Massicotte: Just to make sure, 200 to 1 means you are financed at 98 per cent or 99 per cent?

Mr. Selke: Yes. They took a big bet with other peoples' money. Generally speaking, the Canadian hedge fund community does not use an enormous amount of leverage. That is not a strategy with which Canadian portfolio managers are generally comfortable. You might be able to say, what about so-and-so, as an exception, but, in general, Canadian portfolio managers, if their assets are custodied at the various brokers in Canada, are subject to the IDA margin rules. Those rules prevent you from significant leverage by definition. Those margin ratios, safety ratios, are calculated on a daily basis.

Senator Massicotte: There is nothing wrong with that as long as investors are aware.

Mr. Selke: Yes, it should be disclosed in any document.

Senator Massicotte: You think it is; do you think most investors of hedge funds know?

Nous remettons à nos clients un questionnaire de 25 pages sur la diligence raisonnable. Il comprend 200 questions. Et si cela ne suffit pas, le client peut en poser une deux cent unième, et il devrait le faire. Si les gens sont mal renseignés, cela dépend d'eux; c'est à eux de demander cette documentation.

Le sénateur Massicotte : L'essentiel, c'est que les intérêts des deux parties soient les mêmes.

M. Selke : Absolument.

Le sénateur Massicotte : Les gestionnaires d'autres fonds partagent-ils votre assurance au sujet d'éventuels conflits?

M. Selke : Je sais que certains conflits sont divulgués et d'autres, peut-être pas. Nous ne sommes pas au courant des cas précis.

Le sénateur Massicotte : Une source importante de conflits découle du fait que vous partagez 20 p. 100 des gains au-delà d'un certain rendement. Par conséquent, beaucoup de gestionnaires de fonds ne partagent pas les pertes. Ce n'est peut-être pas votre cas, mais vous pouvez utiliser les dettes parce que si vous achetez un million de dollars de sécurité et que vous en financez 80 ou 90 p. 100 par un emprunt, cela représente plus d'avantages pour vous; et si vous vous êtes trompé, vous perdez de l'argent. Le gestionnaire de fonds ne partage pas cette perte. Est-ce un problème au Canada? Les fonds de couverture recourent-ils beaucoup à l'emprunt?

M. Selke : Nous, nous ne recourons pratiquement pas au financement par emprunt. C'est ainsi que nous gérons nos différents fonds. Au Canada, le financement par emprunt n'est pas très utilisé. La goutte d'eau qui a fait déborder le vase, c'est l'affaire *Amaranth*; ils ont contracté les emprunts à effet levier de 10 ou 11 pour 1, alors que Long Term Capital Management utilisait un ratio de 200 pour 1.

Le sénateur Massicotte : Je veux être sûr d'avoir bien compris. Un ratio de 200 pour 1 signifie qu'on est financé à 98 ou 99 p. 100?

M. Selke : Oui. Ils ont fait des paris très risqués avec l'argent d'autrui. De façon générale, les milieux financiers canadiens ne recourent pas beaucoup aux emprunts pour financer les fonds de couverture. La plupart des gestionnaires de portefeuille canadiens ne sont pas à l'aise avec cette méthode. Vous pourrez sans doute me citer quelques cas d'exception, mais en règle générale, les gestionnaires de portefeuille canadiens sont assujettis aux règles de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières relatives aux emprunts sur marge. Par définition, ces règles interdisent les prêts sur marge. Les ratios de sécurité en ce qui concerne les marges sont calculés chaque jour.

Le sénateur Massicotte : Il n'y a pas de mal à cela tant que les investisseurs sont bien renseignés.

M. Selke : Oui, ces renseignements devraient être divulgués dans tout document.

Le sénateur Massicotte : Vous croyez que c'est le cas. Pensez-vous que la plupart de ceux qui investissent dans des fonds de couverture sont au courant?

Mr. Selke: Yes.

Senator Massicotte: Regarding the coincidence of people with hedge funds going to mutual funds, a generic and wide definition of investments is allowed; therefore, there is an immense discretion to the fund manager, and that is the scary part.

Mr. Selke: Agreed. The committee might consider that there is nothing wrong with making a suggestion that you apply the same types of rules that exist within the mutual fund world. For example, in the mutual fund world one cannot have an exposure greater than 10 per cent to any one name. That seems to me pretty smart. That will limit your exposure. You should not have more than 10 per cent of your portfolio in illiquid securities. That seems smart, too.

Senator Massicotte: Would you use those rules for all hedge fund managers or only those who go retail?

Mr. Selke: I would only use them for those who go retail. If someone in a private contract to buy a fund wants to go 30 per cent into one name, that is fine, as long as the person knows and has full, true, plain disclosure.

Senator Meighen: That is with a sophisticated investor.

Mr. Selke: That is with a sophisticated investor, absolutely. If you are talking retail, the prudent-man rule was created for a reason, because somebody was prudent a long time ago. It ran for 153 years before that rule was suspended. It begs the question why that rule has not been reinstated. It was prudent for 150 years.

Senator Massicotte: You mentioned earlier that you need more regulations for retail. Why is that the case? If you go retail, you must follow a prospectus. By its nature, there is full and plain disclosure. What more would you need?

Mr. Selke: You would not need much more.

Senator Massicotte: You would not need more regulations, just the application of the regulations.

Mr. Selke: We need the application of existing rules. One does not need new rules to prevent bad behaviour. If people will misbehave, the presence of the rule will not prevent them from misbehaving.

Senator Massicotte: Agreed.

Senator Meighen: Senator Massicotte was getting to the area that I wanted to ask about. One thing that I retain as a suggestion of yours is that some of those basic rules of mutual fund management behaviour could be applied to the retail hedge fund.

M. Selke : Oui.

Le sénateur Massicotte : Comme de plus en plus de gens ayant des fonds de couverture se tournent vers les fonds communs de placement, il faudrait une définition générale et vaste des investissements; par conséquent, le gestionnaire de fonds a un pouvoir discrétionnaire énorme, ce qui est un peu inquiétant.

M. Selke : J'en conviens. Le comité pourrait juger bon de suggérer que les gestionnaires de fonds de couverture se conforment aux règles qui existent déjà dans le domaine des fonds communs de placement. Par exemple, les gestionnaires de fonds mutuels ne peuvent pas assumer un risque supérieur à 10 p. 100 pour un client. C'est très intelligent à mon avis. Cela limite les risques. On ne devrait pas détenir dans son portefeuille plus de 10 p. 100 de titres non liquides. Cela aussi, c'est intelligent.

Le sénateur Massicotte : Ces règles devraient-elles s'appliquer à tous les gestionnaires de fonds de couverture ou seulement à ceux qui offrent leurs services au détail?

M. Selke : Je crois qu'elles ne devraient s'appliquer qu'à ceux qui offrent leurs services au détail. Si quelqu'un signe un contrat privé pour acheter des parts de fonds mutuels et qu'il est prêt à acheter 30 p. 100 du même titre, cela ne pose pas de problème, pourvu que cette personne soit bien renseignée et qu'on lui ait donné toute l'information pertinente, une information juste et en langage clair.

Le sénateur Meighen : Cela vaut pour les investisseurs avertis.

M. Selke : Effectivement. Dans le cas de la vente au détail, il faut penser que le principe de la gestion prudente du portefeuille a été établi parce qu'il y a longtemps quelqu'un a jugé nécessaire de le faire. Cette règle s'est appliquée pendant 153 ans avant d'être suspendue. On peut se demander pourquoi elle n'a pas été rétablie.

Le sénateur Massicotte : Vous avez dit qu'il faut réglementer davantage la vente au détail. Pourquoi? Si on offre des produits au détail, vous devez publier un prospectus. Cela suppose une divulgation entière et claire des renseignements pertinents. Que faudrait-il de plus?

M. Selke : Pas grand-chose.

Le sénateur Massicotte : Il suffirait d'appliquer les règlements déjà en vigueur; on n'aura pas à en adopter d'autres.

M. Selke : Les règles existantes doivent être appliquées. On n'a pas besoin de multiplier les règlements pour prévenir les comportements douteux. La présence d'un règlement n'empêchera pas ceux qui souhaitent se livrer à des actes fautifs de le faire.

Le sénateur Massicotte : Je suis d'accord avec vous.

Le sénateur Meighen : Le sénateur Massicotte a évoqué un domaine au sujet duquel j'ai des questions. Je retiens de vos propos que vous souhaitez que certaines règles fondamentales applicables au domaine des fonds mutuels s'appliquent aussi au domaine des fonds de couverture.

Mr. Selke: I completely agree. A compliance regulatory system is already in existence. There is the ability to do oversight. One can have all the transparency one wishes because of the existence of the current application of technology. All of that can be fed in. You can get instantaneous disclosure. Nothing prevents it. That product, in and of itself, is lower risk than the equivalent long-only product. No one can refute that.

Senator Meighen: No, but it flies in the face of popular belief.

Mr. Selke: That is correct. If I may be bold, it is up to us as participants and the committee here as leaders to make recommendations to try to reduce risk. For example, we had an announcement Tuesday night about the income trusts. I am not here to chat about whether it is good or bad; it just is. Yesterday, income trust in Canada fell 13 per cent. The energy trust portfolios went down 15 per cent. They are down a further 4 per cent or 5 per cent this morning, according to my recent information.

I am happy to report to honourable senators that investors in our long-short income trust fund were down 6 per cent. Those were all retail investors in Canada that bought pursuant to a prospectus filed with the securities regulators across Canada, all members in that, and they suffered dramatically less as a result of the hedging strategies and the ability for us to effectively protect our client base from risks that we did not know existed. I am not trying to take a position one way or the other. We do not know all the risks out there. That is what we do; we try to sell risk.

Senator Meighen: I refer to evidence we heard yesterday from Mr. St-Gelais and Mr. Wilson. They believe there is a need to regulate in some fashion the principal protected notes. Do you subscribe to that?

Mr. Selke: Principal protected notes, or PPNs, are a confusing product because they have enabled folks to make relatively large commissions. There are hidden fees buried in that product because there are no disclosure requirements. We share your committee's concern about the lack of disclosure. The inability of the regulators to force full, true and plain disclosure in PPNs goes to the heart of the issue of transparency. We would welcome full transparency in PPNs. You must disclose what your costs are.

Senator Massicotte: The reason you are not getting full disclosure is because the Bank Act does not require it and those selling PPNs are members of banking institutions; is that correct?

Mr. Selke: You are absolutely correct. Technically speaking they are not securities subject to the disclosure requirements of the provincial regulators because they do not have the ability to comment on federal matters. Here I am in Ottawa. I can

M. Selke : Exactement. La réglementation existe déjà. Il existe également des mécanismes de surveillance. Les outils technologiques d'aujourd'hui permettent la plus grande transparence. Tous ces renseignements peuvent être versés au système et l'information peut être divulguée instantanément. Rien ne l'empêche. En soi, ce produit présente moins de risques qu'un produit équivalent ne comportant aucune vente à découvert, c'est-à-dire un fonds de type long-only. Personne ne peut réfuter ce fait.

Le sénateur Meighen : Non, mais ça va à l'encontre de la croyance populaire.

M. Selke : C'est vrai. Mais si je peux parler franchement, je crois que c'est à nous en tant que participants et au comité en tant que dirigeants de formuler des recommandations pour essayer de réduire les risques. Par exemple, le gouvernement a annoncé sa décision mardi soir au sujet des fiducies de revenu. Je ne commente pas cette décision; mais c'est une décision qui a été rendue. Hier, les cours des fiducies de revenu canadiennes ont chuté de 13 p. 100. La valeur des portefeuilles des fiducies de société d'énergie a dégringolé de 15 p. 100. Ils ont connu une nouvelle baisse de 4 ou 5 p. 100 ce matin, d'après les derniers renseignements que j'ai reçus.

Je suis heureux de pouvoir dire aux honorables sénateurs que les investisseurs qui ont des parts dans notre fonds de fiducie de revenu à long terme et à court terme ont subi une baisse de 6 p. 100. Ce sont tous des particuliers vivant au Canada qui avaient acheté des parts sur la foi d'un prospectus déposé auprès des organismes de réglementation des valeurs mobilières de tout le Canada; leurs pertes ont été nettement réduites à cause des stratégies de couverture et de notre capacité de protéger notre clientèle contre des risques dont nous ignorions même l'existence. Je ne veux pas prendre position pour ou contre. Nous ne connaissons pas tous les risques. Mais c'est ce que nous faisons : nous essayons de vendre des risques.

Le sénateur Meighen : Hier, nous avons entendu le témoignage de M. St-Gelais et de M. Wilson. Ils sont d'avis qu'il faut réglementer d'une façon quelconque les billets à capital protégé. Qu'en pensez-vous?

M. Selke : Les billets à capital protégé peuvent prêter à confusion parce qu'ils ont permis à certains de réaliser des commissions assez importantes. Ces produits sont assortis de frais cachés parce qu'il n'y a pas d'obligation de divulguer. L'absence de divulgation nous préoccupe nous aussi. L'incapacité des organismes de réglementation à exiger que tous les renseignements soient divulgués en langage clair et de façon exacte remet en cause toute la question de la transparence. Nous souhaitons que les billets à capital protégé se transigent d'une façon tout à fait transparente. Il faut divulguer ses coûts.

Le sénateur Massicotte : Si tous ces renseignements ne sont pas divulgués, c'est parce que la Loi sur les banques ne l'exige pas et que ceux qui vendent ces produits travaillent pour des institutions bancaires. Est-ce exact?

M. Selke : Vous avez tout à fait raison. Ce ne sont pas à strictement parler des valeurs mobilières assujetties aux exigences de divulgation établies par les organismes de réglementation provinciaux parce qu'ils ne peuvent commenter

assure you that members of my community would welcome federal regulation in security matters. Forgetting the political world, I can tell you that the investment community across the country wants a federal regulator because at the end of the day we have the provincial costs and the differing rules kill us. No other country has this.

I am getting political, which I am not allowed to do.

That would go to the heart of the matter because you get one rule and you have full transparency all the way up.

I spoke at a conference last year where I called this regulatory arbitrage, a term that Senator Massicotte used. Basically, if you regulate, you have arbitrage between the regulators, and what good is that? That does not serve the Canadian public.

Senator Meighen: We were told yesterday that managers of hedge funds in Canada are unregulated, unlike in the United States. We were told that the administrators should be also be regulated. Do you have a problem with that?

Mr. Selke: No. I am puzzled by the statement because I would have thought they were. Our administrators are either the Royal Bank of Canada or Citigroup. They are subsidiaries of banks. We also use CIBC Mellon. All use the normal custodian record-keeping groups. We do not want to deal with Fly-by-night Administration Inc. It provides no confidence in our client base.

Senator Meighen: Mutual fund fees are lower in the United States than in Canada, yet you told us that hedge fund fees, or long-short fund fees, are lower in Canada than in the United States. How do you account for that?

Mr. Selke: That is a good question. There is a perception in the United States that people are prepared to pay for value received. There are low-end, mid-end and high-end stores. You can get fine cotton shirts at the high end and cheap cotton ones at the low end. You get what you pay for. If people want high-end value, there is nothing wrong with paying for it.

Senator Massicotte: Are you suggesting that your service is not as good as that of the Americans?

Mr. Selke: Oh no. In fact, I welcomed Senator Grafstein's earlier comment that there would be a 30 per cent to 40 per cent growth in the business. I would like to capture some of that. I am doing everything I can to achieve that end.

The Acting Chairman: We have two dominant interests. The first is to recommend what we can to ensure financial stability in the market, and that includes all kinds of things, including regulation. Many of us here are not great admirers of regulation

des affaires fédérales. Et me voici ici à Ottawa. Je vous assure que les membres du milieu où je travaille accueilleraient très favorablement des règlements fédéraux en matière de sécurité. Sans égard au monde de la politique, je vous assure que le milieu financier du Canada tout entier souhaite un organisme de réglementation fédéral parce que nous devons assumer les coûts des règlements provinciaux et la disparité entre ces règlements nous nuit énormément. Cette situation n'existe nulle part ailleurs au monde.

Mais je commence à me mêler de politique, et je ne suis pas autorisé à le faire.

Cela irait au cœur du problème parce que si on a une réglementation unique, on pourra assurer la transparence à tous les niveaux.

L'année dernière, j'ai prononcé une conférence et j'ai qualifié cette situation d'arbitrage réglementaire, terme qu'a utilisé le sénateur Massicotte. Si on réglemente, il faudra arbitrer entre les organismes de réglementation, ce qui ne sert à rien. Cela n'est pas dans l'intérêt de la population canadienne.

Le sénateur Meighen : On nous a dit hier que les gestionnaires de fonds de couverture au Canada ne sont pas réglementés, contrairement à ceux des États-Unis. Les témoins nous ont également dit que les administrateurs devraient être réglementés eux aussi. Qu'en pensez-vous?

M. Selke : Je n'ai rien contre, mais je suis un peu intrigué parce que je croyais qu'ils l'étaient. Nos administrateurs sont soit de la Banque Royale du Canada, soit de Citigroup. Ce sont des filiales de banques. Nous utilisons également les services de CIBC Mellon. Ils appliquent tous les méthodes normales de tenue de dossiers. Nous ne sommes pas intéressés à faire affaire avec des firmes douteuses. Cela ne donne pas confiance à notre clientèle.

Le sénateur Meighen : Les frais de gestion des fonds communs de placement sont moins élevés aux États-Unis qu'au Canada, et pourtant vous nous avez dit que les frais de gestion des fonds de couverture, ou des fonds à long terme et à court terme, sont inférieurs au Canada à ceux des États-Unis. Comment expliquez-vous ce fait?

M. Selke : Excellente question. Il semble qu'aux États-Unis, les consommateurs sont prêts à payer pour des produits de valeur. On y trouve des chemises de coton fin haut de gamme et des chemises bas de gamme. Le prix varie selon la valeur du produit. Si les gens sont prêts à débourser davantage pour des produits haut de gamme, il n'y a pas de mal à cela.

Le sénateur Massicotte : Voulez-vous dire que vos services ne sont pas aussi bons que ceux des Américains?

M. Selke : Pas le moindrement du monde. Bien au contraire. J'ai été heureux d'entendre le sénateur Grafstein dire que ce secteur connaîtrait une croissance de 30 à 40 p. 100. J'aimerais bien en profiter. Et je fais tout ce que je peux pour y arriver.

Le président suppléant : Nous avons deux objectifs dominants. Premièrement, recommander des mesures de nature à assurer la stabilité financière du marché, et cela peut se faire par différents moyens, dont la réglementation. Beaucoup d'entre nous ne sont

except to the extent that it is necessary. We have different views of the extent or quantity of regulation with which we ought to be prepared to live.

Our second concern is the protection of consumers who rely on a system they do not, by and large, understand and on investments they may not understand as well as they could or should.

I am concerned about the definition of "sophisticated investor." At the time the concept was created, $150,000 was a fairly high threshold. For a retiree who has $1 million in retirement funds, risking $150,000 as a sophisticated investor is a very high risk.

The threshold in the United States and in the U.K. to determine who is a sophisticated investor is significantly higher. What is your view as to the appropriateness of the threshold we now have?

Mr. Selke: The definition of "sophisticated" does not necessarily equate to whether you have money. There are a number of bright young whipper-snappers coming out of various schools who are extremely sophisticated and who do not have money. As well, there are a number of retirees who might have seven-figure nest eggs who are exceedingly unsophisticated.

I appreciate that as a bright-line test it is easy to say that if someone has $1 million, they are sophisticated, and you can tick the box. Mr. Tanguay suggested that investment advisers needed to take certain proficiency courses so that they are competent in understanding the products they are marketing or selling. It is one thing for the seller to know, but it is more important that the buyer knows.

If the duty of this committee is to protect the consumer, should you not prevent the consumer from doing something that is arguably, to be blunt, stupid? You might want to consider making a recommending that before one can be defined as accredited they must take some courses and learn about the risks involved.

In your example of investing $150,000, it is not that amount that is at risk; it is, generally speaking, the profit or loss associated with that. It is the allocation of it. It is my view that we need communication, transparency, education and disclosure. You have to educate the investor. If the person does not want to take the time to it, maybe they should not invest.

The Acting Chairman: We want to thank you for a fascinating and informative presentation. We may have to ask you to come back again. If there is anything that you believe we have not covered adequately, we would appreciate it if you would contact us about it.

Mr. Selke: Thank you. It has been an honour to be here. I hope that I have been of assistance.

The committee adjourned.

pas de fervents adeptes de la réglementation, sauf dans la mesure où elle s'impose. Nos avis divergent quant à l'ampleur ou la quantité de règlements qu'il devrait y avoir.

Notre deuxième objectif est de protéger les consommateurs qui se fient à un système que la plupart d'entre eux ne comprennent pas et investissent dans des produits qu'ils ne comprennent pas toujours aussi bien qu'ils le devraient.

J'ai une certaine réticence face à votre définition de « l'investisseur averti ». Au moment où l'on a conçu cette idée, le seuil des 150 000 $ était assez élevé. Or, pour un pensionné qui a épargné un million de dollars en vue de sa retraite, risquer 150 000 $ en tant qu'investisseur averti me semble un très grand risque.

Aux États-Unis et au Royaume-Uni, le seuil qui est utilisé pour déterminer les investisseurs aguerris est beaucoup plus élevé. Pensez-vous que le seuil que nous utilisons soit approprié?

M. Selke : La définition d'un investisseur « averti » ne se fonde pas exclusivement sur l'avoir net de la personne. Il y a une foule de jeunes diplômés futés qui sont extrêmement bien renseignés mais qui n'ont pas d'argent. Par ailleurs, certains pensionnés qui ont un avoir de plus d'un million de dollars ont très peu de connaissances financières.

On se sert du critère d'un avoir d'un million de dollars comme ligne de démarcation nette pour départager les investisseurs avertis des autres, mais c'est un critère un peu simple. M. Tanguay a dit que les conseillers financiers devaient suivre certains cours pour bien comprendre les produits qu'ils offrent ou qu'ils vendent. Il est souhaitable que les vendeurs de ces produits soient bien renseignés, mais c'est encore plus important que les acheteurs de ces produits le soient.

Si votre comité a pour mandat de protéger les consommateurs, ne devriez-vous pas empêcher les consommateurs de faire quelque chose de stupide, si j'ose m'exprimer en termes aussi crus? Vous pourriez recommander qu'avant d'être accrédité, il faudrait suivre certains cours et se renseigner sur les risques.

Pour reprendre l'exemple que vous avez utilisé, la personne qui investit 150 000 $ ne risque pas de perdre ce montant, mais en règle générale, les bénéfices ou les pertes liés à ce montant. C'est la répartition de ce montant. À mon avis, il faut miser sur la communication, la transparence, l'éducation et la divulgation. Il faut éduquer l'investisseur. Si celui-ci ne veut pas prendre le temps de bien se renseigner, il ne devrait peut-être pas investir.

Le président suppléant : Nous vous remercions pour vos propos très éclairants et instructifs. Nous devrons peut-être vous inviter à nouveau. Si vous pensez que certains aspects n'ont pas été suffisamment abordés, nous vous saurions gré de nous le faire savoir.

M. Selke : Merci. J'ai été honoré de prendre part à cette séance et j'espère vous avoir été utile.

La séance est levée.

OTTAWA, Wednesday, November 8, 2006

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met this day at 4:10 p.m. to examine and report upon the present state of the domestic and international financial system (study on hedge funds).

Senator Jerahmiel S. Grafstein (*Chairman*) in the chair.

[*English*]

The Chairman: Gentlemen, thank you very much for waiting. I am delighted that you have come to join us this wonderful day in the life of Ottawa.

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce was in New York last month to discuss a number of issues with the committee's mandate, one of which is the hedge funds, a sector valued anywhere from $1.5 trillion to $3 trillion in assets globally. Based on the information we have received, we understand that in Canada it is now somewhere between $40 billion and $50 billion. We have the 2004 numbers but we have not been able to coagulate the most recent numbers. There has been a tremendous rise in hedge funds.

Given the size and scope of our trading relationship with the United States and the integrated nature of aspects of our economies, the priority must be given, from our perspective as a committee, to global and North American financial stability. It is imperative that we, as policy-makers, try to understand what is happening not only in Canada but also in the United States, because our two markets are so integrated.

During our discussions with U.S. regulators and representatives of the financial services sector, hedge funds emerged as a key issue and one that members of the committee agree requires further study by us given the recent high profile hedge fund failures and the increasing number of investors, both sophisticated and now retail, indirectly using this financial tool. The Canadian hedge funds, as I said, were estimated at $26 billion in 2004 but, based on other numbers we have received, they have increased at a compound rate of 30 per cent each year. That is my estimate. Canadian hedge funds are now somewhere between $40 billion and $50 billion, perhaps higher.

We heard about hedge funds during our recent study on consumer issues in the financial sector. We recommended at the time the appointment of an eminent person to review appropriate regulatory oversight of hedge funds. Nevertheless, key questions remain regarding the extent to which, if at all, and how these types of financial products should be regulated and supervised in order to protect the consumers and the stability of domestic and global markets.

Today we welcome Mr. Stephen J. Kangas, president of BluMont Capital; Mr. Christopher Guthrie, president of Hillsdale Investment Management Inc. and Arun Kaul, chief operating officer. We also wish to welcome Mr. Guthrie's two

OTTAWA, le mercredi 8 novembre 2006

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui à 16 h 10 pour examiner, afin d'en faire rapport, la situation actuelle du régime financier canadien et international (étude sur les fonds de couverture).

Le sénateur Grafstein (*président*) occupe le fauteuil.

[*Traduction*]

Le président : Messieurs, je vous remercie infiniment de nous avoir attendus. Je suis ravi que vous vous joigniez à nous en ce jour merveilleux de la vie à Ottawa.

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce s'est rendu à New York le mois dernier pour discuter de diverses questions du ressort du comité, dont les fonds de couverture, un secteur dont on estime la valeur à entre 1,5 et trois billions de dollars dans le monde. Selon l'information que nous avons reçue, nous estimons qu'au Canada, ce secteur représente entre 40 et 50 milliards de dollars. Nous avons les chiffres de 2004, mais nous n'avons pas réussi à rassembler les données les plus récentes. Les fonds de couverture connaissent une croissance exceptionnelle.

Compte tenu de l'ampleur et de l'étendue de notre relation commerciale avec les États-Unis et de la nature intégrée des aspects de nos économies, notre comité est d'avis que nous devons accorder la priorité à la stabilité financière mondiale et nord-américaine. Il est impératif que nous, les décideurs, essayions de comprendre ce qui se passe non seulement au Canada, mais aussi aux États-Unis, étant donné que nos deux marchés sont tellement intégrés.

Pendant nos discussions avec les législateurs et les représentants du secteur des services financiers des États-Unis, les fonds de couverture se sont présentés comme un enjeu clé qu'il faut étudier selon les membres du comité, compte tenu des grands ratés médiatisés que les fonds de couverture ont connus récemment et du nombre croissant d'investisseurs avertis et novices qui utilisent indirectement cet outil financier. Comme je l'ai dit, on estimait la valeur des fonds de couverture canadiens à 26 milliards de dollars en 2004, mais selon d'autres chiffres que nous avons reçus, ils augmentent selon un taux composé de 30 p. 100 chaque année. C'est mon estimation. Les fonds de couverture canadiens vaudraient entre 40 et 50 milliards de dollars actuellement, peut-être même plus.

Nous avons entendu parler des fonds de couverture ou spéculatifs dans notre étude récente sur les consommateurs dans le secteur des services financiers. Nous avons alors recommandé la nomination d'une personne compétente pour revoir le cadre de surveillance réglementaire qui régit les fonds de couverture. Quoi qu'il en soit, de grandes questions demeurent sur la mesure dans laquelle il faudrait réglementer et superviser ce type de produit financier pour protéger les consommateurs ainsi que la stabilité des marchés national et mondial.

Aujourd'hui, nous accueillons M. Stephen J. Kangas, président de BluMont Capital; M. Christopher Guthrie, président de Hillsdale Investment Management Inc., et M. Arun Kaul, chef des opérations. Nous souhaitons également la

sons, who are here to listen to their father tell senators about this important aspect of the economy. We want to welcome both William and Caleb as part of our very astute audience. Thank you very much for coming here this afternoon, gentlemen. Tell us how you would like to proceed.

Christopher Guthrie, President, Hillsdale Investment Management Inc.: We have approximately seven minutes each between the two of us and also for Mr. Kangas. I will go first, my esteemed partner will pitch in and Mr. Kangas will follow up with part of the industry we do not cover.

Mr. Guthrie: Thank you for the introduction; that was very sweet.

I will be referring to a Power Point presentation, which you should have in front of you. This is what I will be walking through for seven minutes.

By way of introduction, you have here between Mr. Kaul and myself between 19 and 20 years of experience at running what we call long-short equity, which is a subclass of hedge funds, one of the more conservative types of hedge funds. When we began our firm 10 years ago, we were pioneers in the field. There was little regulation and infrastructure. There were few fund administrators to help us and few resources on the Investment Dealers Association, IDA, side for stock loan. It was a primitive set up when we first began. We did a lot of teaching to fund administrators on how to do accounting for hedge funds. Roll forward 10 years later and now the industry has matured and is beginning to code itself and find its way as a main asset class for investments. The two of us had the good fortune of starting doing quantitative equity management, which allowed us to train other managers at the time in our previous employ.

On page 3 of our presentation, you will see that we currently manage $330 million, which in the world scope of hedge funds is very small but in the scope of the Canadian market probably places our firm in the top 10 amongst asset managers of manufacturers — which is the word for those who actually manage hedge funds — of hedge funds in Canada.

We are a member of AIMA, the Alternative Investment Management Association Limited, with which I know you have had dealings before. It is our industry association. In one of the appendices, I included five or six pages describing their purpose. They may or may not get a chance to come here to speak with you. They represent 72 members in Canada who are hedge fund managers, providers, buyers and administrators.

We currently have 16 people in our firm, which is what it takes to do our job correctly. The type of people that we use to manage money in hedge funds would be mostly mathematics grads, computer scientists, risk management professionals, people skilled in trading, technical analysis, audit, accounting,

bienvenue aux deux fils de M. Guthrie, qui sont ici pour entendre leur père parler aux sénateurs de cet aspect important de l'économie. Nous tenons à souhaiter la bienvenue à William et à Caleb parmi notre public très avisé. Je vous remercie infiniment d'être ici cet après-midi, messieurs. Dites-nous comment vous voulez procéder.

Christopher Guthrie, président, Hillsdale Investment Management Inc. : M. Kangas et moi avons tous deux préparé un exposé d'environ sept minutes chacun. Je vais prendre la parole en premier, avec l'aide de mon éminent partenaire, puis M. Kangas va enchaîner pour vous parler de la partie de l'industrie dont nous n'aurons pas parlé.

M. Guthrie : Je vous remercie de cette présentation très attentionnée.

Je vais utiliser une présentation en PowerPoint, que vous devriez avoir sous les yeux. C'est ce dont je vais parler pendant sept minutes.

Question de nous présenter un peu, M. Kaul et moi-même comptons entre 19 et 20 ans d'expérience dans l'administration de ce qu'on appelle les titres de positions longues et courtes, c'est-à-dire d'une sous-classe de fonds spéculatifs, l'une des moins risquées. Quand notre entreprise a démarré il y a dix ans, nous étions des pionniers dans le domaine. Il y avait peu de règlements et d'infrastructure. Il y avait très peu d'administrateurs de fonds pour nous aider et peu de ressources du côté des prêts de titres de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, l'ACCOVAM. Nous avons démarré dans un contexte assez rudimentaire. Nous avons dû en apprendre beaucoup aux administrateurs de fonds sur la comptabilité des fonds spéculatifs. Dix ans plus tard, notre industrie a pris de la maturité et commence à se doter d'un code pour se tailler une place parmi les principales classes d'actifs pour les investissements. Nous avons tous les deux eu la chance de nous initier à la gestion quantitative des actions, ce qui nous a permis de former d'autres gestionnaires dans le cadre de notre emploi précédent.

À la page 3 de notre présentation, vous allez voir que nous gérons actuellement 330 millions de dollars, une somme qui semble très petite pour les fonds spéculatifs à l'échelle mondiale, mais qui place probablement notre entreprise parmi les 10 principaux gestionnaires de fonds de placements spéculatifs sur le marché canadien.

Nous faisons partie de l'AIMA, l'Alternative Investment Management Association Limited, avec qui je sais que vous avez déjà fait affaire. C'est l'association de notre industrie. Dans l'une des annexes, j'ai mis cinq ou six pages pour décrire son mandat. Je ne sais pas si ses représentants auront la chance de venir vous parler. Ils représentent 72 membres au Canada, qui sont des gestionnaires, des fournisseurs, des acheteurs et des administrateurs de fonds spéculatifs.

Notre entreprise emploie actuellement 16 personnes, et c'est le personnel dont nous avons besoin pour bien faire notre travail. Le personnel dont nous utilisons les services pour gérer l'argent placé dans des fonds spéculatifs se compose surtout de diplômés en mathématiques, en informatique, en gestion du risque, en

marketing, compliance and finance, to give you an idea of what it takes to manage hedge funds correctly. Most of our strategies are currently focused in North America.

In terms of distributing our services, we currently have five pooled funds that we distribute to Canadian residents and two pooled funds that we distribute to non-Canadian residents, being offshore product that either Japanese or even U.S. residents can participate in. We also manage segregated accounts for pension funds directly. We do not sell to retail investors through prospectus, nor do we participate in principal protected notes, issues you are grappling with here. We are not much help on those two issues.

On page 5 of the brief, we indicate a particularly important viewpoint on what hedge funds can contribute to investment management and as well to the economy. The first point is the most important. What hedge funds can offer to investors is a consistent and customizable risk profile. The first sentence turns the world a bit on its head. The flexibility in the use of leverage and instruments leads to enhanced risk management. It would be impossible for us to do what we do without using leverage and without doing it in the structure of a hedge fund. Our objective is to align our risk with the investor's risk. It enables us to specify, to target risk budgets. It is in this way that hedge funds actually lower systematic risk. It is an important component. I have seen some of your transcript struggling with the systematic risk. On hedge fund side, we would come down importantly on the fact that hedge funds are unique enough by virtue of their construction that, as a group, they very rarely pose any systematic risk, certainly nothing compared to other asset classes, which are dealt with in the next two points.

A more consistent return profile, hedge funds have the ability to create consistent return profiles that are different from what we are typically used to or where we are a victim of the business cycle or the asset cycle or the bubble cycle. Typical asset classes have extreme dislocations. These things can rarely be avoided and they are never one person's or one industry's fault. They just happen. Why do Japanese equities go up for six years and then go down for 20 years? Why does Nortel go up and down like a yoyo? Why is Calgary real estate 20 times more expensive than it was? In our opinion, these are systematic risks and they are not necessarily due to hedge funds.

The third point is true diversity and asset allocation. Over time, markets have become more sophisticated, and we can now buy pre-packaged Turkish equities. We can participate in all kinds of markets in an efficient manner. The diversification that used to be available by participating around the world is no longer available. Our markets are now linked like they were never linked before. Systematic risk appears to be accumulating in traditional asset classes, not necessarily in hedge funds. I have by appendix small

commerce, en analyse technique, en vérification, en comptabilité, en marketing, en observation de la loi et en finance. Cela vous donne une idée de ce qu'il faut pour bien gérer des fonds spéculatifs. La plupart de nos stratégies ciblent actuellement l'Amérique du Nord.

Pour la prestation de nos services, nous avons actuellement cinq fonds communs que nous offrons aux résidents du Canada, ainsi que deux fonds communs que nous offrons aux autres clients, puisqu'il s'agit d'un fonds étranger auquel les Japonais ou même les résidents des États-Unis peuvent participer. Nous gérons aussi directement des éléments de fonds distincts pour des fonds de pension. Nous ne vendons pas de produits aux petits épargnants par la voie de prospectus d'émission ni de billets à capital protégé; deux questions qui vous préoccupent. Nous ne vous serons pas d'une grande aide sur ces deux questions.

À la page 5 de notre mémoire, nous exprimons un point de vue particulièrement important sur la contribution potentielle des fonds spéculatifs à la gestion de l'investissement et à l'économie. Le premier élément est le plus important. Les fonds spéculatifs peuvent offrir aux investisseurs un profil de risque constant et personnalisé. La première phrase est un peu le monde à l'envers. La marge de manœuvre dans l'utilisation de leviers financiers et de divers outils permet d'améliorer la gestion du risque. Il serait impossible pour nous de faire ce que nous faisons sans les leviers financiers et hors de la structure d'un fonds spéculatif. Notre objectif est d'harmoniser notre niveau de risque à celui de l'investisseur. Cela nous permet de préciser et de cibler des budgets de risque. C'est de cette façon que les fonds spéculatifs font diminuer le risque systématique. C'est un aspect important. J'ai vu dans les transcriptions de vos délibérations que le risque systématique vous causait bien des maux de tête. Pour les fonds spéculatifs, nous pouvons constater que la structure de ces fonds est suffisamment unique pour que collectivement, ils posent rarement un risque systématique et qu'encore là, ce ne soit absolument rien comparativement aux autres classes d'actif, dont nous allons parler dans les deux prochaines parties.

Les fonds spéculatifs peuvent générer un rendement stable qui diffère de ce qu'on connaît ou qui sont à l'abri du cycle des affaires, du cycle de l'actif ou du cycle de la bulle. Les classes d'actif classiques subissent des bouleversements extrêmes. Ceux-ci peuvent rarement être évités et ne sont jamais de la faute d'une seule personne ou d'une seule industrie. Il y en a, c'est tout. Pourquoi les actions japonaises montent-elles pendant six ans avant de descendre pendant 20 ans? Pourquoi l'action de Nortel connaît-elle des hausses et des baisses comme un yoyo? Pourquoi l'immobilier vaut-il 20 fois plus cher qu'avant à Calgary? À notre avis, ce sont des risques systématiques qui ne sont pas nécessairement attribuables aux fonds spéculatifs.

Notre troisième argument est celui d'une véritable diversité et d'une répartition de l'actif. Avec le temps, les marchés se sont complexifiés, et l'on peut désormais acheter des actions turques offertes en bloc préétabli. Nous pouvons participer à toutes sortes de marchés de façon efficace. La diversification qui était possible grâce à une participation partout dans le monde n'est plus possible. Nos marchés sont désormais liés comme jamais auparavant. Le risque systématique semble s'accumuler dans les

presentations that we put together showing the data on how asset classes are becoming more correlated to one another. European stocks and U.S. stocks are trading essentially in precisely the same patterns.

The fourth point is better matching of liabilities. It is important on the pension side, in particular for many of our clients who are struggling to meet either long-term, fixed or low-risk liabilities, to have an option other than bonds, especially in this environment where bond yields are quite low. I know senators have touched on this, but the Canada Pension Plan does have a fairly active program of what they call "active overlay," which is a hedge fund, by any other name, inside its program. These are not new things to all sophisticated participants in the market.

We also thought it was important to highlight that we are extremely regulated by a number of different forces already. On slide 6 we refer to investors, service providers, regulators and the public. In particular, regulators now have additional resources that they never had 10 years ago; I believe the Ontario Securities Commission, OSC, is now a large, profit-making venture. They have resources to audit and to control like never before, and to come here and present, which they have done.

I am highlighting the points that I deemed important to address. On slide 7, we have the blind trust comment. In our case, because we are registered and all our products, although exempt, are still in the public eye, we are governed by our offering documents; by subscription agreements; by due diligence, which is onerous and extensive and much more than in the regular asset-management space; by monthly reporting to clients; and by audited financial statements for our funds that hold every asset in the funds every six months. I brought, in appendix, a statement that a client of ours would receive on a monthly basis,.

The Chairman: Thank you. I do not mean to interrupt, but we would be curious about the offering memorandum that you mentioned. Perhaps you could send us some examples. We would like to see what is being offered and, therefore, what the investors can rely upon if something happens.

Mr. Guthrie: That is a good question, and I did not bring one.

The Chairman: You can give us a random sample subsequent to this meeting.

Mr. Guthrie: Yes, we can send you one subsequent to this. It is a great place to start looking because a great deal of information is disclosed in those offering documents. In our case, the process of developing an offering document is capital intensive, requiring hours of legal fees, which is why I did not include one today for public disclosure.

classes d'actif courantes, mais pas nécessairement dans les fonds spéculatifs. J'ai joint en annexe des petites fiches que nous avons préparées sur la façon dont les classes d'actif sont de plus en plus interreliées. Les valeurs mobilières européennes et américaines s'échangent essentiellement selon les mêmes modèles exactement.

Le quatrième élément consiste à assurer une meilleure correspondance des responsabilités. Il est important, particulièrement pour tous nos clients qui se battent pour respecter leurs obligations à long terme, fixes ou de faible risque en matière de pension, d'avoir une autre option que les obligations, particulièrement dans un contexte comme celui-ci, où le rendement des obligations est assez bas. Je sais que les sénateurs en ont parlé, mais le Régime de pensions du Canada comprend un programme assez actif qu'ils appellent de « recouvrement actif ». Il s'agit en fait d'un fonds spéculatif, sous un autre nom. Ce n'est rien de nouveau pour n'importe quel participant chevronné du marché.

Nous pensions aussi qu'il était très important de souligner que nous sommes énormément régis par différentes forces. À la diapositive 6, nous mentionnons les investisseurs, les fournisseurs des services, les organismes de réglementation et le public. Plus particulièrement, les organismes de réglementation ont des ressources qu'ils n'avaient pas il y a dix ans. Je pense que la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, la CVMO, est maintenant une grande société qui fait beaucoup de profits. Elle a des ressources de vérification et de contrôle comme jamais auparavant et est en mesure de venir comparaître ici, comme elle l'a déjà fait.

Je souligne les éléments que j'estime important de mentionner. À la diapositive 7, nous faisons une observation sur les fonds fiduciaires sans droit de regard. Pour notre part, comme nous sommes enregistrés et que tous nos produits, même s'ils sont exemptés, sont à la vue du public, nous sommes régis par nos documents d'offre; par nos ententes de souscription; par la diligence raisonnable, qui est beaucoup plus présente et forte que dans le contexte de la gestion de l'actif habituel; par nos rapports mensuels aux clients et par les états financiers vérifiés de nos fonds sur la totalité de l'actif comprise dans nos fonds tous les six mois. J'ai mis en annexe un exemple d'état financier que l'un de nos clients reçoit chaque mois.

Le président : Merci. Je ne veux pas vous interrompre, mais nous serions curieux de voir la notice d'offre dont vous parlez. Peut-être pourriez-vous nous en envoyer des exemples. Nous aimerions voir ce que vous offrez et par conséquent, à quoi les investisseurs peuvent se fier si quelque chose arrive.

M. Guthrie : C'est une bonne question, je n'en ai pas apportés.

Le président : Vous pourrez nous en donner un exemple au hasard après la réunion.

M. Guthrie : Oui, nous pourrons vous en envoyer un plus tard. C'est un bon point de départ, parce qu'on trouve beaucoup d'information dans ces documents d'offre. Dans notre cas, la préparation d'un document d'offre est très capitalistique, nous devons prévoir des heures d'honoraires d'avocats, et c'est la raison pour laquelle je ne vous en ai pas donné d'exemple pour divulgation publique.

The Chairman: There are a number of lawyers at this table, so we understand the intensity of that, and we do not have a conflict of interest. Please, send them along to us so that we can take a look.

Senator Goldstein: We have a great appreciation of trade union principles when it comes to legal fees.

Mr. Guthrie: They do not seem to be coming down.

Senator Goldstein: Good.

The Chairman: This committee is highly cost efficient; our costs are stable.

Mr. Guthrie: On slide 8 I have shown some of the matrix of oversight that we have. In Canada we have created a large, robust matrix of oversight. There are investors and service providers in a general sense, and there are quite a few of them to a traditional hedge fund that are important to know about, such as prime brokers and custodians. "Prime broker" is the term used for a hedge fund custodian, which allows you to borrow shares to affect your short-selling or your margin. All large IDA firms have prime brokers and are making a tremendous amount of money. The key is that they provide oversight and it is their capital. Under IDA regulations, margin is constrained and it is not possible to borrow more than IDA regulations allow.

Fund administrators, such as Citigroup Canada, Royal Trust, Citco Group or CIBC Mellon. Traditional custodians, who have added to their arsenal of products, are fund accounting arms that allow us to count the assets, in our case on a daily basis, and distribute those net asset values to the public or to clients.

I believe that you have had all of the regulars here. They now have resources and, from a personal perspective, we spend a great deal of time interacting and having them in our office. The audit process that the OSC goes through is extremely extensive and lasts one to two months, depending on how many people are involved. It takes place once every two or three years depending on your risk as a firm. All investment council portfolio managers have been audited in Ontario at least once, and perhaps a second time.

In Canada we have the concept of proficiency requirements, which the U.S. has not added yet to their registration. Under the Ontario Securities Commission registration, you have to be seen as proficient, which involves a CFA course and a large standard-of-practice handbook that governs all of our behaviour on a regular basis. There are annual audits, semi-annual audits and regulations, so it is fairly large. I mentioned the CFA designation, and some of the other market exchange regulations of which we are a part. As well, there are the one-offs that still linger: FINTRAC, the Financial Transactions and Reports Analysis Centre of Canada, for money laundering; PIPEDA, the Personal Information Protection and Electronic Documents

Le président : Il y a beaucoup d'avocats autour de la table, donc nous comprenons l'intensité de tout cela et nous n'avons pas de conflit d'intérêts. Veuillez nous en faire parvenir pour que nous puissions y jeter un coup d'œil.

Le sénateur Goldstein : Nous respectons beaucoup les principes de la profession en ce qui concerne les honoraires juridiques.

M. Guthrie : Ils ne semblent pas descendre.

Le sénateur Goldstein : C'est bien.

Le président : Ce comité est très économe; nos coûts sont stables.

M. Guthrie : À la diapositive 8, je montre un peu notre modèle de surveillance. Au Canada, nous avons créé un grand modèle de surveillance robuste. Il y a des investisseurs et des fournisseurs de services en général, et il est important de connaître quelques uns de ces participants aux fonds spéculatifs classiques, comme les courtiers principaux et les dépositaires. On appelle « courtiers principaux » les dépositaires de fonds spéculatifs. Ils permettent d'emprunter des actions pour améliorer la vente à court terme ou la marge de profit. Toutes les grandes sociétés de l'ACCOVAM ont des courtiers principaux et font beaucoup d'argent. La clé est qu'ils exercent une surveillance et que ce soit leur capital. Selon les règles de l'ACCOVAM, la marge de profit est restreinte et il est impossible d'emprunter plus que ce que les règles permettent.

Les administrateurs de fonds comme Citigroup Canada, Royal Trust, Citco Group ou CIBC Mellon, des dépositaires courants qui ont enrichi leur arsenal de produits, sont des sociétés de comptabilité de fonds qui nous permettent de calculer nos actifs, de façon quotidienne dans notre cas, et de distribuer les valeurs de l'actif nettes au public ou aux clients.

Je crois que vous avez reçu tous les habitués. Ils ont maintenant des ressources, et pour notre part, nous passons beaucoup de temps à interagir avec eux et à les recevoir dans nos bureaux. Le processus de vérification qu'applique la CVMO est extrêmement long et dure d'un à deux mois, selon le nombre de personnes touchées. Il revient tous les deux ou trois ans, selon le degré de risque de l'entreprise. Tous les gestionnaires de portefeuille conseillers en valeurs ont fait l'objet d'une vérification en Ontario au moins une fois et peut-être même deux.

Au Canada, nous avons le concept des exigences de compétence, que les États-Unis n'ont pas encore dans leur formule d'enregistrement. Selon les règles d'enregistrement de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, il faut être considéré compétent, ce qui sous-entend d'avoir suivi une formation d'analyste financier agréé et d'avoir un grand manuel des normes de pratique qui régissent tous nos comportements quotidiens. Il y a des vérifications annuelles, des vérifications semi-annuelles et des règlements, donc c'est assez vaste. J'ai mentionné le titre d'analyste financier agréé et quelques règlements sur les transactions sur le marché que nous sommes tenus de respecter. De plus, il y a toutes les règles qui s'appliquent

Act; and various other policies. Regulators come through the office or monitor websites to ensure that those policies are in place. We are in frequent contact with regulators.

The public provides a degree of review because our asset classes are posted in the newspapers on a weekly basis.

I will pass it over to Mr. Kaul. We thought it would be useful for the committee to look at the hedge fund industry to understand how the hedge fund asset pie fits inside the investable asset pie. We brought some market sizes with respect to derivatives and other instruments to give you an idea how small it is.

Arun Kaul, Chief Operating Officer, Hillsdale Investment Management Inc.: I am working from Appendix 5, which you should have in your notes. The table shows the relative size of all assets globally. Gathering data is one of the challenges in the industry. Various providers track hedge funds and the assets. It is a self-reporting industry so there is a fair range of data available.

The Chairman: Is this data on the first page indicating the relative size of the hedge fund market?

Mr. Kaul: Yes, that is the page to which I will speak. The intent is to show the relative size of the hedge fund industry vis-à-vis the financial markets. The data we are using on the hedge fund space is from Hedge Fund Research, Inc., a firm based in Chicago. They had the estimate of industry assets at U.S.$1.1 trillion as of the end of 2005.

The Chairman: The last material we received was from Senator Arlen Specter Hatch who was at least then head of the Senate Judiciary Committee in the United States. In a hearing in June 2006, the reference we heard was that the amount was $1.5 trillion to $3 trillion. There is a big difference between $1.5 trillion and $3 trillion, but those were the numbers that he had received last June. If the assets total $1.1 trillion as of 2005, and assuming there is an accumulated increase of one third, that would hit the lower number of his estimate.

Mr. Kaul: Gathering the data is a challenge. I would suggest to senators that there is a great deal of double accounting in the industry in the sense that funds of funds, that would track their numbers, also own single managers, who would track their numbers too. Thus, there is double accounting. Funds of funds are approximately one third of the assets in the industry.

à l'occasion : celles du CANAFE, le Centre d'analyse des opérations et déclarations financières du Canada, sur le blanchiment d'argent; la LPRPDE, la Loi sur la protection des renseignements personnels et des documents électroniques et diverses autres politiques. Les organismes de réglementation viennent dans nos bureaux ou surveillent nos sites Web pour veiller à ce que nous ayons des politiques en place. Nous avons fréquemment des contacts avec les organismes de réglementation.

Le public examine aussi nos activités d'une certaine façon, parce que nos classes d'actif sont publiées dans les journaux chaque semaine.

Je vais céder la parole à M. Kaul. Nous nous sommes dit qu'il serait utile que le comité examine l'industrie des fonds spéculatifs pour comprendre comment l'assiette des fonds spéculatifs se positionne dans l'assiette des investissements. Nous avons apporté des données sur les produits dérivés et d'autres outils du marché pour vous donner une idée de la petitesse de notre part du marché.

Arun Kaul, chef des opérations, Hillsdale Investment Management Inc. : Je vais prendre l'annexe 5, que vous devriez avoir dans vos notes. Ce tableau montre l'importance relative de toutes les classes d'actif dans le monde. La collecte de données est l'un des grands défis de l'industrie. Différents fournisseurs font le suivi des fonds spéculatifs et des actifs. C'est une industrie à déclaration volontaire, il y a donc beaucoup de données disponibles.

Le président : Les données sur la première page indiquent-elles la taille relative du marché des fonds spéculatifs?

M. Kaul : Oui, c'est la page dont je vais vous parler. Mon intention est de vous montrer la taille relative de l'industrie des fonds spéculatifs par rapport aux marchés financiers. Les données que nous utilisons sur les fonds spéculatifs nous proviennent de Hedge Fund Research Inc., une société de Chicago. Elle a estimé les actifs de l'industrie à 1,1 billion de dollars américains à la fin de 2005.

Le président : Les derniers documents que nous avons reçus nous sont parvenus du sénateur Arlen Specter Hatch, qui était, à ce moment-là du moins, chef du Comité sénatorial judiciaire des États-Unis. Dans une audience qui remonte à juin 2006, nous avons entendu les chiffres de 1,5 à 3 billions de dollars. Il y a une grande différence entre 1,5 billion et 3 billions de dollars, mais ce sont les chiffres que nous avons reçus en juin dernier. Si les actifs valaient 1,1 billion de dollars en 2005 et qu'ils ont connu une augmentation cumulative d'un tiers, ils correspondraient au chiffre inférieur de cette estimation.

M. Kaul : Il est difficile de collecter des données. Je dirais aux sénateurs qu'il y a beaucoup de double comptabilité dans l'industrie, en ce sens que les administrateurs des fonds de fonds font un suivi de leurs chiffres, mais qu'il y a aussi des gestionnaires uniques qui les comptabilisent. Il y a donc là une double comptabilité. Les fonds de fonds représentent environ le tiers des actifs dans l'industrie.

If you tried to define hedge funds, it would be difficult to reach a consensus. I have not seen anything as high as $3 trillion in the data that we follow. The advantage of this firm is that they have been around for 15 years and have had a stable and consistent categorization of hedge funds.

The other issue that comes into play is that hedge funds use leverage. When individuals report their assets, even in the hedge fund industry, there is no agreement on what is leverage and what is not. Many people use leverage but do not call it leverage. There is room for determining the real asset number. For now, we have used $1.1 trillion. I will provide some perspective on the growth of the industry. In 1990, the annualized growth rate was approximately 25 percent. Over the last five years, the annualized growth rate has been approximately 15 per cent at the global level.

Many participants now are non-U.S. based. Going back 10 or 15 years, the advantage the industry had was that it was largely U.S.-based, which made the reporting easier. Now there are hedge funds that are based globally, for instance in Europe, the Middle East, Australia and emerging markets. It is more difficult to gather the numbers. It is possible that it is higher than this. Having said that, when you put it in context, it is still a fairly small percentage.

The total market cap of global equity markets is around $41 trillion. This is data from the World Federation of Exchanges and is, again, for the end of 2005. Hedge funds are under 3 per cent of global equity markets.

The U.S. bond market is larger than the U.S. stock market from a market cap perspective. If you put stocks and bonds together, you are looking at roughly $3 trillion against $80 trillion for traditional assets of stocks and bonds. If you look at the derivatives market, the notional value today is greater than $300 trillion. Hedge funds are certainly involved in derivatives, but they are by no means the main participants in terms of the derivative market globally.

The Chairman: If you compare the growth of the overall market of $41 trillion, at what rate has it been growing per year? I see your number is 35 per cent. We have been given anywhere from 15 per cent to 30 per cent, but let us take 25 per cent as a compound rate for hedge funds, per se. What is the growth of the overall market?

Mr. Kaul: That is a good question. Certainly, the last three or four years it has been fairly high.

The Chairman: Has it been higher than 10 per cent?

Mr. Kaul: Yes, 10 per cent to 15 per cent is reasonable.

Lorsqu'on essaie de définir les fonds spéculatifs, il est difficile de parvenir à un consensus. Je n'ai jamais vu de chiffre aussi élevé que 3 billions de dollars dans nos données. L'avantage de cette entreprise, c'est qu'elle existe depuis 15 ans et que sa classification des fonds spéculatifs est demeurée stable et constante.

L'autre facteur qui entre en jeu, c'est que les fonds de couverture utilisent des leviers financiers. Quand des particuliers déclarent leurs actifs, même dans l'industrie des fonds de couverture, on ne s'entend pas sur la définition exacte de ces leviers. Ainsi, bien des personnes les utilisent, mais ne les qualifient pas de tels. Il existe une certaine marge de manœuvre pour déterminer le montant réel des actifs. Actuellement, nous utilisons le montant de 1,1 billion de dollars. Je vais vous donner une certaine idée de la croissance de l'industrie. En 1990, le taux de croissance calculé sur une année était de 25 p. 100 environ. Au cours des cinq dernières années, il est passé à 15 p. 100 environ à l'échelle mondiale.

De nombreux participants actuels n'ont pas leur siège aux États-Unis. Si l'on recule de dix à quinze ans, l'avantage dont jouissait l'industrie, c'est qu'elle était en grande partie située aux États-Unis, ce qui rendait la présentation de rapports plus facile. Il existe maintenant des fonds de couverture un peu partout dans le monde, par exemple en Europe, au Proche-Orient, en Australie et dans les économies émergentes. Il est donc plus difficile de faire la collecte des données. Il se peut que le total soit plus élevé que celui que je vous ai fourni. Cela étant dit, si vous le situez en contexte, le pourcentage demeure plutôt faible.

D'après la World Federation of Exchanges, la capitalisation boursière du marché mondial des actions est de quelque 41 billions de dollars. Je vous rappelle que cette donnée vaut pour la fin de l'année 2005. Les fonds de couverture représentent donc moins de 3 p. 100 du marché mondial des actions.

Aux États-Unis, le marché obligataire est plus important que le marché des valeurs mobilières, si l'on se fie à la capitalisation boursière. Ces deux marchés réunis représentent 3 billions de dollars à peu près, contre 80 billions de dollars pour les portefeuilles classiques d'obligations et de titres. Par contre, si l'on examine le marché des instruments dérivés, sa valeur théorique actuelle excède 300 billions de dollars. Les fonds de couverture jouent un certain rôle dans le marché des instruments dérivés, mais ils sont loin de compter parmi les principaux participants sur la scène mondiale.

Le président : Si l'on fait une étude comparative de la croissance du marché global de 41 billions de dollars, à quel rythme croît-il par année? Je vois que vous mentionnez 35 p. 100. On nous a cité de 15 à 30 p. 100, mais nous tenons pour acquis que le taux composé pour les fonds de couverture, comme tels, est de 25 p. 100. Quelle est la croissance du marché global?

M. Kaul : Voilà une excellente question. Depuis trois ou quatre ans, le taux de croissance est plutôt élevé.

Le président : Dépasse-t-il 10 p. 100?

M. Kaul : Oui. Un taux variant entre 10 et 15 p. 100 serait raisonnable.

The Chairman: Would it be fair to say that it is between 10 per cent and 12 per cent?

Mr. Kaul: That is probably reasonable. I would adjust it by saying that more countries are participating in the global public markets. Thus, the growth rate is probably higher if you add in the new emerging markets as new companies that were never listed before. Take Chinese IPOs for example. The growth rate is probably higher in some regions. Normal equity growth of 10 per cent to 15 per cent is reasonable to use with certain regional exceptions.

From a Canadian perspective, the data everybody is quoting is from *Investor Economics* from June 2004. That is approximately $26 billion in Canadian assets. That breaks down through hedge funds, funds of funds and also single hedge fund providers like ourselves.

According to the *Canadian Pension Fund Directory*, a publication produced through Rogers, Canadian pension fund assets are around $800 billion. According to their reports, they have roughly a 1 per cent exposure to hedge funds, which is about $10 billion. They are self-reporting. That is the largest 1,000 pension plans in Canada.

Mutual fund assets as measured by IFIC, the Investment Funds Institute of Canada, are around $570 billion. IFIC is a self-reporting organization. Some firms have left, so that number is probably understated.

Looking at derivative assets in Canada, the Montreal Exchange representatives quoted $600 billion. Thus, I am using that number for derivatives in Canada.

The point simply is that if you look at hedge funds as part of the global marketplace, they are not very large in terms of the asset size. When you look at hedge funds specifically, we ask that they be treated in the context of their overall size in the marketplace.

Trading activity is a different point. However, we did not bring any statistics with regard to that. Certainly, the trading activity would have a different bias because hedge funds will typically tend to trade a bit more. That is the context on the data. The derivative data we have is from the Bank for International Settlements. Most of this data is publicly available on all their websites.

Mr. Guthrie: The sheer magnitude of the size of the other asset classes means that if you try to regulate the content of one of them, the others just swamp the effort. We have to try them all or none. It is impossible to squeeze one asset class while others thrive in an unregulated environment. In the case of most of these assets, that is how they are.

Le président : Serait-il juste de dire qu'il se situe entre 10 et 12 p. 100?

M. Kaul : C'est probablement raisonnable. Je l'ajusterais, du fait que plus de pays participent aux marchés publics internationaux. Donc, le taux de croissance est probablement plus élevé si vous y ajoutez les nouveaux marchés, dont les nouvelles entreprises qui n'ont jamais été cotées auparavant. Prenons comme exemple les premiers appels publics à l'épargne des Chinois. Le taux de croissance est probablement plus élevé dans certaines régions. Un taux de croissance habituel des marchés boursiers de 10 à 15 p. 100 est raisonnable, à condition de tenir compte de certaines particularités régionales.

Du point de vue canadien, les données reprises par tous viennent du *Investor Economics* de juin 2004. Cela représente 26 milliards de dollars environ d'actifs canadiens répartis entre des fonds de couverture, des fonds de fonds et des fournisseurs uniques de fonds de couverture comme nous.

D'après le *Canadian Pension Fund Directory*, une publication produite par Rogers, les actifs des fonds de retraite canadiens oscillent aux alentours de 800 milliards de dollars. D'après ces rapports, leur taux d'exposition au risque des fonds de couverture est de 1 p. 100 à peu près, c'est-à-dire de 10 milliards de dollars environ. Ils font des déclarations volontaires. Nous parlons ici des 1 000 plus importants régimes de pension du Canada.

Les actifs des fonds mutuels tels que mesurés par l'Institut des fonds d'investissement du Canada sont de 570 milliards de dollars à peu près. L'Institut est un organisme qui fait des déclarations volontaires. Certaines entreprises l'ont quitté, de sorte que ce montant est probablement sous-évalué.

Pour ce qui est des actifs des instruments dérivés au Canada, les représentants de la Bourse de Montréal ont parlé de 600 milliards de dollars. C'est donc le chiffre que je vais utiliser.

L'essentiel à retenir, c'est que si vous examinez les fonds de couverture comme composante du marché international, leurs actifs ne sont pas très importants. Quand, dans votre étude, il sera question des fonds de couverture plus particulièrement, nous vous demandons de tenir compte de leur importance globale sur le marché.

L'activité du marché est une question tout à fait distincte. Cependant, nous n'avons pas apporté de données statistiques à cet égard. Il est sûr que l'activité du marché serait légèrement biaisée parce que les fonds de couverture, typiquement, ont tendance à s'échanger un peu plus. Voilà pour le contexte des données. Les données sur les instruments dérivatifs dont nous disposons viennent de la Banque des règlements internationaux. On peut facilement obtenir la plupart de ces données sur tous ses sites Web.

M. Guthrie : L'ampleur même des autres classes d'actifs signifie que, si vous tentez de réglementer le contenu de l'une d'entre elles, les autres vont tout simplement annuler l'effort. C'est tout ou rien. Il est impossible de réglementer une classe d'actifs alors que les autres sont exemptes de toute réglementation. La plupart de ces actifs ne sont pas réglementés.

Mr. Kaul: In some cases there might be competition between a pension fund or an investment bank and a hedge fund for the same type of strategy. The investment bank, which is not precluded from running a particular strategy, could run a strategy and a hedge fund may not be able to if they were so restricted. Again, they would be doing the same thing.

To touch on systemic risk, which is the next page, it is important to differentiate between stock-specific risk or non-systematic risk and actual systemic risk. The issue here is that stock-specific risk is diversifiable. The main point is that as long as investors can diversify their risk, then you have an active and properly functioning marketplace.

I want to make reference to Amaranth because it has come up. The Amaranth loss is better viewed as stock specific or issuer specific as opposed to systemic in the sense it is really just an issuer-specific issue. The challenge with hedge funds is that there is tremendous latitude on what they may or may not want to invest in. The investor, the regulator and the policy-maker may have a harder time knowing exactly what the exposures are. Again, if you see that as non-systematic risk, then the real risk is that as long as there are many participants in the marketplace who are free to invest as they want, then you have a fairly stable market with individuals on both sides of the trades.

The point with Amaranth is that you could look at other traditional investments and have losses that were greater than that, and these investment products are readily available. For example, look at Nortel as a stock. It had a 35 per cent decline in one week in September 2000. That was roughly a $46-billion loss for the stock for that one week. The two should be viewed as the same, i.e. issuer-specific risk, both diversifiable, as long as the investor understands that.

The only area that is not regulated is the specific content of the strategy. From our perspective there are no rules in terms of how we want to design the strategy, which we think is a great benefit of the area because it allows investors to choose exactly what they may or may not want. It could be a risk budget. It could be someone as aggressive as an Amaranth or someone with a more consistent or non-diversified approach. Many of those features are available in the marketplace today.

With that I will pass it over to Mr. Guthrie to conclude.

Mr. Guthrie: We have our opinion. Obviously, we have stated most of it.

From our perspective, over a 10-year cycle in Canada, regulations have grown, matured and have become a positive force on the industry. Some of the stuff we have recently seen out of the OSC has a vision as to how to regulate. There is a lot of

M. Kaul : Il arrive parfois qu'il y ait concurrence entre un fonds de pension ou une banque d'investissement et un fonds de couverture pour le même genre de stratégie. La banque d'investissement, que rien n'empêche d'adopter une stratégie particulière, pourrait le faire alors que le fonds de couverture ne le pourrait peut-être pas, s'il était ainsi réglementé. À nouveau, il ferait la même chose.

Arrêtons-nous quelques instants au risque systématique, dont il est question à la page suivante. Il est important de faire la distinction entre le risque propre à un titre ou un risque non systématique et le véritable risque systématique. Le fait est que le risque particulier à certains titres est diversifiable. L'essentiel à retenir, c'est que, tant que les investisseurs peuvent diversifier leurs risques, le marché sera actif et fonctionnera bien.

J'aimerais parler d'Amaranth parce qu'il en a déjà été question. Il vaut mieux considérer la perte d'Amaranth comme étant propre à certains titres ou à certains émetteurs plutôt que comme étant attribuable à un risque systématique, en ce sens qu'elle engage en réalité simplement une question de risque propre à l'émetteur. Le problème causé par les fonds de couverture, c'est qu'ils disposent d'une très grande latitude dans ce qu'ils pourraient vouloir investir ou pas. L'investisseur, l'autorité de réglementation et le décideur auront peut-être plus de difficultés à connaître exactement les expositions au risque. À nouveau, si vous considérez cela comme un risque non systématique, alors le véritable risque, c'est qu'aussi longtemps que de nombreux participants du marché sont libres d'investir à leur gré, vous aurez un marché plutôt stable où les investissements se font de part et d'autre.

Le point à retenir de l'affaire Amaranth, c'est que vous pourriez examiner d'autres investissements classiques et observer des pertes encore plus lourdes. Or, ces produits d'investissement sont facilement accessibles. Par exemple, je mentionne les actions de Nortel. Le prix de ses actions a reculé de 35 p. 100 en une seule semaine, en septembre 2000, soit une perte de 46 milliards de dollars à peu près en une seule semaine. Il faudrait voir les deux comme représentant le même phénomène, soit un risque particulier à l'émetteur de valeur, tous deux diversifiables, à condition que l'investisseur le comprenne bien.

La seule chose qui n'est pas réglementée est le contenu précis de la stratégie. De notre point de vue, il n'y a pas de règle quant à la façon dont on souhaite élaborer une stratégie, ce qui est très avantageux pour le secteur parce qu'il permet aux investisseurs de choisir exactement ce qui leur plaît. Ce pourrait être un budget à risque, ou encore quelqu'un d'aussi dynamique qu'Amaranth ou dont l'approche est plus uniforme et non diversifiée. Beaucoup de ces caractéristiques existent sur la place du marché actuellement.

Je cède maintenant la parole à M. Guthrie, qui va conclure.

M. Guthrie : Nous avons notre opinion. De toute évidence, nous vous en avons exposé la plus grande partie.

De notre point de vue, sur un cycle de dix ans au Canada, la réglementation a pris de l'ampleur, elle est arrivée à maturité et s'est transformée en force favorable pour l'industrie. Certaines des idées qui émanent depuis quelque temps de la CVMO se fondent

research going on. They have resources now which they did not have 10 years ago. We have to give them time to continue their job. In our opinion, they are doing a fairly good one.

Deficiencies are being addressed one by one on the distribution side. They are certainly being addressed by that matrix of parties, the IDA, the OSC, the exchanges, et cetera.

Sophisticated investors drive the largest part of the market. In this case, the growth of hedge funds at the institutional level will soon swamp whatever we can sell on the retail side. It is smaller already in Canada. Institutions are getting into it at an ever increasing rate. We do not worry too much about them, unless the risks are clustered.

We do like cost-benefit work on all regulations. This industry is probably the most competitive industry in the world. That is a little self-serving, perhaps. It is hard to think of others where people go in and out of business based purely on their raw processing power as quickly as hedge funds start and stop for reasons of obvious public performance.

In Canada, we have a small, nascent industry that is just getting started and is now competing on a global scale, particularly with the reduction of the Canadian content and the elimination of the Canadian content restriction. We are now facing competition from the mammoth global investment management firms. Any help we can get in terms of our regulation vis-à-vis the others would be much appreciated. It is a different slant on regulation. There is no reason why we have to have the tightest or most constrained market necessarily, if we think the industry is worth supporting. It is not just the hedge funds but the whole investment management industry in this case that faces a large quantum shift in the next few years.

The U.K. is now reworking the whole principle of regulation to be principle-based. When you get to the size and the complexity of the instruments we have, you have to leave prescription and go to principle and just enforce a universal principle, either distribution or content or know-your-client, whatever it is, rather than trying to set up rules for these asset classes where people jump from one regulatory regime to another to arbitrage the advantages between them.

Stephen J. Kangas, President, BluMont Capital: Like my colleagues here, I appreciate our opportunity to speak in front of the senators on an important issue. I know a slight profile on BluMont was provided. I want to update you a bit on who we are and who I am relative to that, and then I will talk about our products, because in the mosaic we are probably an additional interesting piece of your review in that we target our focus completely on private client investors, whereas many of the managers like Hillsdale or Front

sur une certaine vision de la réglementation. Beaucoup d'études s'effectuent dans ce domaine. Elle dispose de ressources qu'elle n'avait pas il y a dix ans. Nous devons lui laisser la chance de poursuivre son travail qui, selon nous, est plutôt bien.

On tente de voir aux lacunes, une à une, du côté de la distribution. Elles retiennent certes l'attention du groupe, soit de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, de la CVMO, des bourses et ainsi de suite.

Les investisseurs avertis représentent le moteur de la plus grande partie du marché. Dans ce cas-ci, la croissance des fonds de couverture au niveau institutionnel submergera bientôt tout ce que nous pouvons vendre sur le marché de détail. Au départ, celui-ci est plus petit au Canada. Les institutions y pénètrent, à un rythme sans cesse croissant. Nous n'avons pas à trop nous inquiéter d'elles, à moins que les risques ne se concentrent.

Nous aimons bien l'idée d'évaluer les coûts et avantages de tous les règlements. Cette industrie est probablement la plus compétitive du monde. C'est peut-être un peu intéressé de sa part. Il est difficile de tenir compte des autres quand on peut se lancer en affaires et en sortir uniquement en fonction de sa capacité brute de traitement, tout comme les fonds de couverture voient le jour et disparaissent des raisons évidentes de rendement public.

Au Canada, nous avons une petite industrie naissante qui en est tout juste à ses débuts et qui commence à livrer concurrence sur la scène mondiale, étant donné particulièrement la réduction du taux de contenu canadien et l'élimination des restrictions à l'égard du contenu canadien. Nous faisons actuellement face à la concurrence d'importantes sociétés mondiales de gestion des investissements. Nous ferons un excellent accueil à toute aide qu'on pourrait nous fournir, sur le plan de la réglementation, par rapport à nos concurrents. C'est une autre façon de voir la réglementation. Il n'y a pas de raison pour laquelle nous devons forcément avoir le marché le plus restreint, si nous estimons que l'industrie mérite des appuis. Il n'est pas question simplement des fonds de couverture, mais bien de toute l'industrie de gestion des investissements qui fait face à d'énormes changements au cours des prochaines années.

Le Royaume-Uni est en train de revoir toute sa réglementation afin de la faire reposer sur des principes. Quand on arrive à la taille et à la complexité des instruments qui existent actuellement, il faut savoir mettre de côté la prescription et s'en tenir aux principes, simplement faire respecter un principe universel, que ce soit la distribution, le contenu ou la connaissance du client, quel qu'il soit, plutôt que d'essayer d'appliquer des règles à ces classes d'actifs pour lesquelles on passe d'un régime de réglementation à un autre afin d'en mieux répartir les avantages.

Stephen J. Kangas, président, BluMont Capital : Tout comme mes collègues présents aujourd'hui, je vous suis reconnaissant de nous offrir l'occasion de prendre la parole devant vous à propos d'une question aussi importante. Je sais que vous avez reçu un profil de BluMont. J'aimerais vous informer un peu de qui nous sommes et, en fait, de qui je suis moi-même par rapport à BluMont, après quoi je vous parlerai de nos produits, parce que dans toute la mosaïque, nous représentons probablement une autre composante intéressante pour votre étude, en ce sens que

Street Capital are more institutionally oriented to some extent. We have structured products, including principal protected notes. Hopefully we will have plenty of time to comment.

nous ciblons uniquement des investisseurs privés, alors que beaucoup de gestionnaires comme ceux de Hillsdale ou de Front Street Capital se concentrent davantage, dans une certaine mesure, sur les institutions. Nous offrons des produits structurés, y compris des billets à capital protégé. Avec un peu de chance, nous aurons tout le temps voulu pour faire des observations.

To add to the corporate profile that you took from our website, we are one of the largest if not the largest retail hedge fund company in Canada. Our focus is entirely on providing hedge fund portfolios in a variety of different packages through financial advisers, both those licensed under the Investment Dealers Association, what we call IDA members, also known as stockbrokers, and those under the Mutual Fund Dealers Association, also known as financial planners. That is our primary audience, and their clients would be high net worth clients, in some cases small institutional clients and in other cases more what we or marketers would categorize as the mass affluent — those who may not qualify as being rich but are well on their way and have significant RRSP dollars and are clearly concerned about their portfolios for the future.

Pour compléter ce qui se trouve déjà sur notre site Web, je précise que nous sommes l'une des plus importantes, si ce n'est la plus importante, société de vente au détail de fonds de couverture au Canada. Nous nous concentrons uniquement sur l'offre de portefeuille de fonds de couverture selon diverses combinaisons grâce à nos conseillers financiers, qui sont agréés par l'Association canadienne des courtiers en valeur mobilière, ce que nous appelons les membres de l'ACCOVAM et des courtiers en valeurs mobilières, et ceux qui sont autorisés par l'Association canadienne des courtiers de fonds mutuels, également appelés des conseillers en planification financière. C'est là notre principale cible, et leurs clients seraient des investisseurs à actif net élevé, parfois de petits clients institutionnels ou encore ce que nous ou les spécialistes du marketing appellent les bien nantis — ceux qu'on ne peut peut-être pas qualifiés de riches, mais qui sont en train de s'enrichir, qui ont beaucoup investi dans leurs REER et qui sont clairement préoccupés par l'avenir de leur portefeuille.

BluMont is a publicly traded company. We are on the venture exchange of the TSX. Our parent company, which owns 55 per cent of us right now, although it has a tender offer to take up some of the public shares, which expires tomorrow evening, is another publicly traded company called Integrated Asset Management. It is one of Canada's leading alternative asset management firms, not just hedge funds. It is involved in other areas not on the topic list here, including real estate, private equity, private debt, and all of the things that institutions use to diversify their portfolios.

BluMont est une société cotée en bourse. Nous figurons parmi les entreprises à risque de la Bourse de Toronto. Notre société mère, qui détient actuellement 55 p. 100 de nos actions, a fait une offre publique d'achat de certaines actions publiques, offre qui expire demain soir, et elle est elle aussi une autre société cotée en bourse appelée Integrated Asset Management. Elle représente l'une des principales sociétés canadiennes de gestion alternative d'actifs, non pas simplement de fonds de couverture. Elle est aussi active dans d'autres secteurs qui ne figurent pas sur votre liste de points à étudier, y compris dans l'immobilier, les souscriptions privées, la dette privée et tout ce qu'utilisent les institutions pour diversifier leurs portefeuilles.

As the second paragraph of that corporate profile points out, we offer innovative products designed to provide enhanced diversification, which is one of our main selling points, and potentially higher returns than may be provided from traditional equity and bond investments. There are about 40 employees in the firm.

Comme le souligne le deuxième paragraphe du profil de l'entreprise, nous offrons des produits innovateurs conçus pour accroître la diversification, un de nos principaux arguments de vente, et pour offrir des rendements peut-être plus élevés que les fonds classiques d'actions et d'obligations. La société compte une quarantaine d'employés.

The Chairman: You have both mentioned this, but it might be elucidating to the committee if you told us what your average rate of return net to your investors was in the last five years. That would be net of deposit, net of commissions.

Le président : Vous l'avez tous deux mentionné, mais il serait peut-être utile pour le comité de nous dire quel est le taux moyen de rendement net pour vos investisseurs au cours des cinq dernières années. Ce serait net des dépôts et des commissions.

Mr. Kangas: We always report net of all fees. Veronika Hirsch's portfolio — I am thinking off the top of my head here — is about 13 per cent, 14 per cent.

M. Kangas : Nous déclarons toujours nos rendements nets de tous les droits. Le portefeuille de Veronika Hirsch — je vous parle du premier qui me vient à l'esprit — rapporte 13 ou 14 p. 100.

The Chairman: Is that over the last five years?

Le président : Au cours des cinq dernières années?

Mr. Kangas: Over the last five years. Some more recent portfolios are principal protected notes, which I am sure we will have a lot of discussion on, with Man Investments have been doing high single digit returns — which is below their long-term

M. Kangas : Oui. Certains portefeuilles plus récents sont des billets à capital protégé, sujet dont nous discuterons beaucoup, j'en suis sûr, et Man Investments obtient des taux de rendement élevés — en deçà de leur moyenne à long terme, et nous espérons

average and something we are hoping they will be working on to improve — but around 8 per cent, 9 per cent, 10 per cent net of fees, including the fees for the principal protection.

The Chairman: Mr. Guthrie, we should have asked you that question. I do not mean to interrupt Mr. Kangas, but it has been an ongoing issue and it would be of interest to get a fuller picture. What would be your average rate of return for your clients? We are talking about your firms.

Mr. Guthrie: Most firms that survive would not have a 40 per cent return. This is where we come from. Most of our work would lead to a variety of products, so our returns would be somewhere between 2 per cent for our worst but most conservative approach and up to 20 per cent on an annualized basis for a more aggressive approach.

Senator Massicotte: I have a supplementary question on that. What is your percentage leverage of your funds when you say per cent of return? Give me percentage leverage also for your fund.

Mr. Kangas: In our offering memorandum with Veronika Hirsch as our lead long-short manager, she has the ability to go up to 150 per cent leverage.

Senator Massicotte: What was the average?

Mr. Kangas: It has rarely been that high. At the most it would be 115 per cent.

Senator Massicotte: Is that of the funds under management?

Mr. Kangas: Of her portfolio.

Mr. Guthrie: We typically would run $1.40 long and 80 cents short, which is $2.20 on $1 of equity.

Senator Massicotte: Help me, chairman, what did he say?

The Chairman: What he said was, as I understand it, you asked him the question of his leverage and he gave a number which I did not quite get for his equity.

Senator Angus: You asked him for a percentage.

The Chairman: He asked him for a percentage of leverage, and the first number was supposed to be the equity and the second number was to be the percentage of leverage on that equity. It is1to 3, is it not, roughly?

Mr. Guthrie: The industry is clustered into less than $3.

The Chairman: Roughly 1 to 3. That is the way I read it.

Mr. Guthrie: That is it, 1 to 3, one being none.

The Chairman: Okay, we can move on. I am sorry, Mr. Kangas, we are just trying to pick up information as we go along.

qu'ils pourront l'améliorer —, mais quoi qu'il en soit, de 8, de 9 ou de 10 p. 100, net des droits, y compris des droits acquittés pour la protection du capital.

Le président : Monsieur Guthrie, nous aurions dû vous poser la question. Ce n'est pas que je veuille interrompre M. Kangas, mais c'est une question courante, et il serait intéressant d'avoir un tableau plus complet. Quel serait le taux de rendement moyen pour vos clients? Nous parlons de vos entreprises à vous.

M. Guthrie : La plupart des entreprises qui survivent n'auraient pas un taux de rendement de 40 p. 100. C'est là notre raison d'être. La plus grande partie de notre travail entraînerait divers produits, de sorte que nos rendements varieraient entre 2 p. 100 pour notre pire approche, mais la plus prudente, jusqu'à 20 p. 100, sur une base annuelle, pour une approche plus énergique.

Le sénateur Massicotte : J'aurais une autre question à ce sujet. Quel est en pourcentage votre effet de levier quand vous parlez d'un taux de rendement? Donnez-moi aussi le pourcentage de l'effet de levier pour votre fonds.

M. Kangas : Dans notre notice d'offre pour Veronika Hirsch, à titre de principale gestionnaire à long terme, l'effet de levier peut aller jusqu'à 150 p. 100.

Le sénateur Massicotte : Quelle est la moyenne?

M. Kangas : Elle a rarement été aussi élevée. Au plus, elle serait de 115 p. 100.

Le sénateur Massicotte : Nous parlons ici de fonds qui sont gérés?

M. Kangas : Qui relèvent de son portefeuille.

M. Guthrie : Typiquement, notre rendement irait de 1,40 $ à 80 cents, ce qui donne 2,20 $ pour chaque tranche de capital de 1 $.

Le sénateur Massicotte : Monsieur le président, pouvez-vous m'aider à comprendre ce qu'il dit?

Le président : Si j'ai bien compris, en réponse à votre question concernant l'effet de levier financier, il a cité des chiffres que je n'ai pas très bien saisis.

Le sénateur Angus : Vous lui avez demandé de vous donner un pourcentage.

Le président : Il lui a demandé de lui fournir un taux de l'effet de levier financier, et le premier chiffre était censé être le capital et le second, le pourcentage d'effet de levier financier sur ce capital. Il est de trois pour un, n'est-ce pas, à peu près?

M. Guthrie : La moyenne dans l'industrie se situe à moins de 3 $.

Le président : De 1 pour 3 à peu près. C'est ainsi que je l'interprète.

M. Guthrie : C'est bien cela, 1 pour 3, 1 représentant zéro.

Le président : D'accord. Poursuivons. Monsieur Kangas, je suis désolé, mais nous tentons de recueillir de l'information tout en écoutant les témoignages.

Mr. Kangas: That is understandable.

As I mentioned, we and our parent company are publicly traded, which means we are a reporting issuer, which puts a different standard over our overall corporation than some of the other, private firms. I have brought our most recent annual report, which is almost a year old now because our year end is September 30, and a quarterly financial statement from June 30.

We are like the managers you have met. Veronika Hirsch is a registered portfolio manager, also known as investment counsellor portfolio manager or ICPM. Our company is also registered as a mutual fund dealer, and depending on how the OSC moves with some of their suggestions we may be getting re-registered as a manager/administrator of our own portfolios.

The Chairman: If you put out any prospectuses could you send us a variety of the most recent ones?

Mr. Kangas: Definitely. I have a couple of things I want to share with you and leave behind.

We have been proponents as a firm of education and building an industry, much like my colleagues here. BluMont is a founding member of AIMA, the Alternative Investment Management Association. I was one of the initial executives of the committee when that started in 2004 and I served for two years on the executive committee. We are highly interested in promoting, encouraging and supporting financially our employees to take a new professional designation called the Chartered Alternative Investment Analyst program. From your knowledge of financial markets, think of it as much like a CFA but focused on alternative assets. That is the fastest-growing professional designation in the world. I was one of the first Canadians to achieve that designation. Two of our employees passed last week. There are about 50 Canadians now, and we are very much interested in that.

Mr. Guthrie and his firm, as well as BluMont, helped sponsor and kick off an unfortunately short-lived designation called the Certified Hedge Fund Specialist. We helped in terms of education content, speaking, encouraging and promoting. About 130 or 140 financial planners went through that program, but the viability of the organization did not stick around. We were very much in tune with that.

I personally, with the sponsorship of the Canadian Securities Institute, spoke across the country, taking their seminar program, so I was more or less certified to teach their content to financial planners and financial advisers across the country, and I ended up doing 13 different cities which received nine or 10 hours of continuing education. We stand behind the fact that advisers need to learn more about this area, whether through a full certification course or an in-house program from their company, much like CIBC Wood Gundy makes their advisers take an on-line,

M. Kangas : C'est compréhensible.

Comme je l'ai mentionné, nous et notre société mère sommes des sociétés cotées en bourse, ce qui signifie qu'en tant qu'émetteurs, nous faisons des déclarations, ce qui signifie également que notre entreprise est soumise à une norme différente de certaines autres entreprises privées. Je vous ai apporté notre plus récent rapport annuel, qui date maintenant d'un an presque parce que notre exercice prend fin le 30 septembre, et j'ai aussi les états financiers pour le trimestre du 30 juin.

Nous sommes comme les gestionnaires que vous avez rencontrés. Veronika Hirsch est une gestionnaire de portefeuille accréditée, qui porte aussi le titre de conseillère en placements. Notre entreprise est également un courtier de fonds mutuels, et selon les décisions que prendra la CVMO, elle pourrait de nouveau être enregistrée comme gestionnaire ou administrateur de ses propres portefeuilles.

Le président : Si vous publiez des prospectus, pourriez-vous nous envoyer les plus récents?

M. Kangas : Certainement. Il y a un certain nombre de choses dont j'aimerais vous faire part.

Notre entreprise s'est fait connaître comme étant une firme de formation et la pionnière d'une industrie, comme mes collègues ici. BluMont est un membre fondateur de l'Alternative Investment Management Association, ou AIMA. J'étais l'un des premiers directeurs du comité lorsque cette association a vu le jour en 2004 et j'ai fait partie du comité exécutif pendant deux ans. Nous cherchons à promouvoir, à encourager et à soutenir financièrement nos employés pour qu'ils adoptent une nouvelle désignation professionnelle, celle d'analyste agréé en investissements spéculatifs. Comme vous connaissez les marchés financiers, pensez qu'il s'agit d'un analyste financier agréé qui s'occupe principalement d'actifs non traditionnels. C'est la désignation professionnelle qui affiche la plus forte croissance dans le monde. J'étais l'un des premiers Canadiens à obtenir cette désignation. Deux de nos employés l'ont obtenue la semaine dernière. On compte environ 50 Canadiens aujourd'hui, et nous sommes très intéressés par cela.

M. Guthrie et son entreprise, ainsi que BluMont, ont contribué à promouvoir une désignation qui n'a malheureusement pas réussi à s'implanter, celle des spécialistes accrédités en fonds de couverture. Nous avons élaboré du matériel de formation, nous avons parlé du programme et nous en avons fait la promotion. Environ 130 ou 140 planificateurs financiers ont suivi la formation, mais l'organisation n'a pas survécu. C'est une chose qui nous tenait beaucoup à cœur.

Personnellement, grâce au parrainage de l'Institut canadien des valeurs mobilières, je me suis adressé à des auditoires partout au pays, en prenant son programme de séminaire, et j'étais plus ou moins accrédité pour enseigner ce contenu aux planificateurs et conseillers financiers partout au pays; je me suis rendu dans 13 villes différentes, chacune recevant neuf ou dix heures de formation continue. Nous croyons que les conseillers doivent en apprendre davantage dans ce domaine, en suivant soit un cours complet d'accréditation, soit un programme maison conçu pour

internet-based course. Others are asking their advisers to take the Canadian Securities Institute course. We highly support the educational movement happening.

We have about $800 million in assets under management across a variety of portfolios and structured portfolios. We have a long-short Canadian equity portfolio managed by Veronika Hirsch, which is offered to investors as an offering memorandum, very similar to what the Hillsdale folks do. We have also put managers, including Hillsdale, as a sub-adviser we have contracted with, in multi-manager portfolios, so some clients that do not like the potential risk of a single manager will package that — Veronika Hirsch in combination with Hillsdale Investment Management Inc. We have also used Gary Selke's firm of Front Street Capital on a different portfolio, all with the idea of finding different risk return continuums for our clients.

We offer that through a variety of vehicles, one of which can be an offering memorandum. We have also publicly traded hedge funds that are listed on the TSX.

We are a reporting issuer currently on two funds. One is symbol BSP.UN, which stands for BluMont strategic partners, and has four Canadian hedge fund managers in it right now: Hillsdale, Front Street Capital, Sprott Asset Management and Veronika Hirsch. We have another publicly traded vehicle, a Man Investments portfolio, which combines their flagship fund of hedge funds with Man's futures and trades under the symbol BMY.UN. I mention these for a specific reason.

We are currently offering another fund as an initial offering called BluMont Equity Advantage. It is Hillsdale participating with Veronika Hirsch, Salida Capital Corp and Vertex. Not only are they reporting issuers on the TSX, so there is a certain reporting requirement and transparency requirement to our investors, but they were offered as a prospectus product. I am not using the term the same way it is used with a conventional mutual fund because, as the senators would know, mutual fund rules prohibit the kind of investing styles that Veronika Hirsch and others do in terms of long-short and the use of modest amounts of leverage. They are prospectused; they have been vetted by the Ontario Securities Commission. That does not mean they are guaranteeing any results, but it is important in terms of disclosure, et cetera.

In our instance, with those types of products, two different law firms have reviewed them — our counsel and the underwriter's counsel. We have had our issues led by CIBC World Markets, probably the leading investment banking firm in terms of underwriting, as well as syndicated through a number of investment dealers. Sometimes those are the most vetted products available and they provide potentially more liquidity than might be gotten from a conventional hedge fund that might have 90 days' notice and lock-ups.

leur entreprise, comme le cours en ligne sur Internet qu'offre CIBC Wood Gundy à ses conseillers. D'autres demandent à leurs conseillers de suivre le cours de l'Institut canadien des valeurs mobilières. Nous appuyons sans réserve le mouvement de formation qui est en cours.

Nous avons environ 800 millions de dollars de biens sous gestion dans une série de portefeuilles et des portefeuilles structurés. Nous avons un portefeuille canadien de participations en capital acheteur/vendeur géré par Veronika Hirsch, offert aux investisseurs par notice d'offre, ce qui ressemble beaucoup à ce que fait Hillsdale. Nous avons aussi des gestionnaires, y compris Hillsdale, un sous-conseiller que nous avons engagé à contrat, dans des portefeuilles multigestionnaires, qui plaisent aux clients qui n'aiment pas le risque potentiel d'un portefeuille à gestionnaire unique — Veronika Hirsch avec Hillsdale Investment Management Inc. Nous avons aussi utilisé la firme de Gary Selke, Front Street Capital, dans un portefeuille distinct, tout cela dans le but d'offrir divers schémas de rendement à nos clients.

Nous offrons nos produits en utilisant divers moyens, dont la notice d'offre. Nous avons aussi des fonds de couverture cotés à la bourse et inscrits au TSX.

À l'heure actuelle, nous sommes un émetteur assujetti pour deux fonds. L'un porte le symbole BSP.UM, le Fonds BluMont Partenaires stratégiques, où l'on retrouve quatre gestionnaires de fonds de couverture canadiens : Hillsdale, Front Street Capital, Sprott Asset Management et Veronika Hirsch. Nous avons un autre produit coté à la bourse, un portefeuille Man Investments, qui combine son fonds vedette parmi les fonds de couverture avec les contrats à terme Man sous le symbole BMY.UN. Je mentionne ceci pour une raison bien précise.

Nous offrons actuellement un autre fonds comme offre initiale, le BluMont Equity Advantage, qui regroupe Hillsdale, Veronika Hirch, Salida Capital Corp et Vertex. Non seulement il s'agit d'émetteurs assujettis sur le TSX, ce qui assure une certaine reddition de compte et une transparence à nos investisseurs, mais ce fonds est aussi offert comme produit de prospectus. Je n'utilise pas le terme de la même façon qu'il est utilisé dans un fonds mutuel conventionnel puisque, comme les sénateurs le savent, les règles concernant les fonds mutuels interdisent les styles d'investissement que Veronika Hirsch et d'autres font en regard des positions courtes et longues et d'un effet de levier modéré. C'est un produit de prospectus, validé par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. Cela ne veut pas dire que son rendement est garanti, mais c'est important pour ce qui est de la publication, et cetera.

Dans notre cas, deux cabinets d'avocats — le nôtre et celui du preneur ferme — ont examiné nos produits. Nos émissions sont dirigées par CIBC World Markets, qui est probablement la maison bancaire d'investissement la plus importante pour ce qui est des contrats de placement; ce sont des émissions consortiales offertes par un certain nombre de courtiers. Dans certains cas, ce sont les produits disponibles les plus examinés et ils peuvent procurer plus de liquidité qu'un fonds de couverture conventionnel, pour lequel on peut exiger un avis de 90 jours et l'immobilisation des capitaux.

We are in that market. That market makes hedge funds available without a restriction on wealth. The restriction would be on the suitability for the client based on their discussions with their financial adviser. Those three products, or two currently listed and one potentially listed, are available only through a registered stockbroker or a member of the IDA because they are treated as listed securities. Subject to the know-your-client risk tolerance, they can buy it; it is not restricted to $1 million of investable assets, $200,000 annual income. It has come through in some of the work from the IDA task force, and you will hear from Ms. Moorehead, as well as the OSC, making these diversifying vehicles with potentially better returns or certainly less correlated returns available to a broader audience. We have supported that.

There is a final area that is probably open for more discussion. We have about $500 million of principal protected notes that we closed on Friday afternoon. We also have had a distribution and partnership arrangement with a company called Man Investments, which is a division of Man Group plc, a publicly traded company on the London Stock Exchange somewhere in the $12-billion or $15-billion market cap area. They are heavily regulated in all of the jurisdictions they are in, including being a registered offerer of a category of hedge funds that is registerable in the United States under the Securities and Exchange Commission. Man has $54 billion assets under management.

We have offered their products. They have been constructed around the world and offered to Europeans, less so to Americans, but all across Europe and Asia. They have just brought the same vehicle to Canada. Ours is offered through Citibank Canada, so it is a Canadian bank-issued paper. Yes, it does avoid the accredited investor status because the current structure of principal protected notes does not fall under that regime.

You might say I am biased, but the issue with principal protected notes is not so much the potential exposure to hedge funds as perhaps the lack of knowledge on how principal protected notes actually work. That is the rapidly growing area in the Canadian market right now. Mr. Guthrie, Mr. Kaul and myself lust longingly after these 30 per cent growth rates because we have not seen them in our firm. We have been challenged, marketing to private client investors who do not see the need or are skeptical about hedge funds. Principal protected notes are probably doing $4 billion or $5 billion a year and are a rapidly growing area. Very few of them are actually linked to hedge funds.

The Investor Economics report, which I have scratched my head over, constantly claims there is something in the order of $8 billion to $10 billion in notes linked to hedge funds. I would say, modestly, except for a couple of competitors who have not been doing as well, we may be the largest in hedge fund principal

Nous sommes dans ce marché. Ce marché rend des fonds de couverture disponibles sans restriction à l'égard de la richesse. La contrainte vient du client et de ce qui lui convient, ce qu'il détermine en discutant avec son conseiller financier. Ces trois produits, ou plutôt deux produits actuellement inscrits et un potentiellement inscrit, sont disponibles seulement par l'intermédiaire d'un courtier autorisé ou d'un membre de l'ACCOVAM, parce qu'ils sont traités comme des valeurs cotées en bourse. Selon la tolérance au risque du client, celui-ci peut les acheter; nul besoin d'avoir un million de dollars d'actifs investissables, ou un revenu annuel de 200 000 dollars. Cela a été rendu possible grâce au groupe de travail de l'ACCOVAM — et Mme Moorehead ainsi que la CVMO vous en parleront — qui a permis d'offrir à un plus vaste public ces produits diversifiés au rendement potentiellement meilleur ou assujetti à moins de variables corrélatives. Nous avons appuyé cela.

Il y a un dernier domaine dont on pourrait parler davantage. Nous avons des billets à capital protégé d'environ 500 millions de dollars, à la fermeture vendredi après-midi. Nous avons eu également un arrangement de distribution et de partenariat avec une entreprise qu'on appelle Man Investments, une division de Man Group plc, une entreprise cotée à la London Stock Exchange dont la capitalisation boursière est de 12 ou 15 milliards de dollars. Elle fait l'objet d'une réglementation rigoureuse dans tous les pays où elle se trouve; elle est notamment la société initiatrice enregistrée d'une catégorie de fonds de couverture susceptible d'être enregistrée à la Commission des valeurs mobilières des États-Unis. Man a des biens sous gestion de 54 milliards de dollars.

Nous avons offert leurs produits. Ils ont été construits partout dans le monde et offerts aux Européens, moins aux Américains, mais partout en Europe et en Asie. Ils viennent d'amener le même véhicule au Canada. Le nôtre est offert par Citibank Canada, et ce sont donc des billets émis par une banque canadienne. Oui, le statut d'investisseur agréé est évité parce que la structure actuelle des billets à capital protégé n'entre pas dans ce régime.

Vous pouvez dire que j'ai un parti pris, mais le problème des billets à capital protégé n'est pas tellement l'exposition potentielle aux fonds de couverture, mais peut-être le manque de connaissance sur la façon dont fonctionnent ces billets. C'est un secteur en pleine expansion sur le marché canadien à l'heure actuelle. M. Guthrie, M. Kaul et moi-même songeons avec envie à ces taux de croissance de 30 p. 100, parce que nous ne les avons pas vus dans notre entreprise. Nous avons été mis au défi, notamment par des investisseurs privés qui ne voient pas la nécessité d'investir dans des fonds de couverture ou qui sont sceptiques à leur égard. Les billets à capital protégé font probablement quatre ou cinq milliards de dollars par année et enregistrent une forte croissance. Très peu sont liés à des fonds de couverture.

Le rapport Investor Economics, qui m'a donné bien des maux de tête, soutient toujours que les billets liés aux fonds de couverture sont de l'ordre de huit à dix milliards de dollars. Je dirais, très modestement, qu'à l'exception de quelques concurrents qui n'ont pas connu autant de succès, nous sommes peut-être le

protected notes across our market. There may be some product available in the province of Quebec, which might skew the numbers a bit, but I have not had any evidence of that.

We have done $500 million. Portus, whose name has some notoriety in Canada, was $800 million at its peak. Tricycle Asset Management, which some people say is a hedge fund — we do view it as an alternative firm and hedge fund firm using a different strategy — was, at its peak, $1 billion.

The Chairman: Mr. Kangas, are you drawing to the conclusion of your comments? We have another witness and all the senators are lined up to ask you questions. Could you please summarize or conclude?

Mr. Kangas: We have some structured products. I have brought content with us, materials in both English and French, and our latest new issue which has been syndicated. We have to get our products approved by all of the dealer firms from the large-name firms we are all familiar with and they now all have departments or individuals who have to vet all these documents and put us through a rigorous due diligence. Not only corporately, but the structure of the product and the disclosure available have put the pressure on us to put more and more into the documents. We are very fair in what we are presenting to the public. I will conclude with that, because I am sure there may be some questions.

Senator Angus: We have been trying to get a handle on the hedge fund industry in Canada, and to what extent, if any, there needs to be some oversight. I am getting the impression that every witness — and we have been blessed with fine expertise — is bending over backwards to say not more regulation, but less. Am I correct that you fellows are all of the view that there is ample regulatory oversight of the hedge fund industry in Canada right now?

Senator Angus: Mr. Kaul says yes.

Mr. Kangas: A qualified yes. Where we may have some issues, and it is not necessarily regulated, is at level of the education and knowledge of the financial advisers. Many of these are complex strategies. Financial advisors can, however, take the time to learn and people like Mr. Guthrie will tell them what they are doing in their portfolios. Firms recognize that and are putting more pressure on their people to take in-house courses. The managers are regulated enough. The incidents we have had in Canada were more fraudulent activities than actually things they were doing wrong as hedge funds. Portus was not actually doing the hedge fund part; they were more of a marketing firm.

Senator Angus: Exactly. Did you want it say something on that, Mr. Guthrie, just under regulation? Putting it simply, is there a need for further regulation?

plus grand émetteur de billets à capital protégé liés aux fonds de couverture dans l'ensemble du marché. Certains produits sont peut-être disponibles au Québec, ce qui pourrait fausser un peu les chiffres, mais je n'ai eu aucune preuve de cela.

Nous avons fait 500 millions de dollars. Portus, dont le nom a une certaine notoriété au Canada, était à 800 millions de dollars à son sommet. Tricycle Asset Management, qui serait un fonds de couverture selon certains — il s'agit, selon nous, d'une firme d'investissement spéculatif et une firme de fonds de couverture qui utilise une stratégie différente — était, à son sommet, à un milliard de dollars.

Le président : Monsieur Kangas, allez-vous bientôt conclure votre exposé? Nous avons un autre témoin à entendre et tous les sénateurs veulent vous poser des questions. Pourriez-vous, je vous prie, résumer ou conclure?

M. Kangas : Nous avons certains produits structurés. J'ai apporté des documents avec moi, en anglais et en français, et notre toute dernière émission qui est une émission consortiale. Nos produits doivent être approuvés par toutes les firmes d'agents, les grandes firmes que nous connaissons tous et qui ont maintenant des services ou des personnes attitrées qui doivent approuver tous ces documents et qui nous soumettent à un contrôle préalable rigoureux. Non seulement au niveau de l'entreprise, mais la structure du produit et les exigences en matière de divulgation nous ont amenés à inclure de plus en plus de données dans les documents. Ce que nous présentons au public est très juste. Je vais terminer ici, parce que je suis certain que vous avez des questions.

Le sénateur Angus : Nous essayons de comprendre l'industrie des fonds de couverture au Canada et de déterminer dans quelle mesure il faut exercer une certaine surveillance. J'ai l'impression que tous les témoins — et nous avons la chance d'avoir des experts en la matière — nous disent qu'il ne faut pas plus de règlements, mais moins. Ai-je raison de dire que vous êtes tous d'avis que l'industrie des fonds de couverture au Canada fait actuellement l'objet d'une surveillance réglementaire suffisante?

Le sénateur Angus : M. Kaul dit oui.

M. Kangas : Un oui mitigé. L'aspect qui pourrait nous paraître quelque peu problématique, et qui n'est pas nécessairement réglementé, c'est le niveau de formation et de connaissance des conseillers financiers. Dans de nombreux cas, ce sont des stratégies complexes. Toutefois, les conseillers financiers peuvent prendre le temps d'apprendre et des gens comme M. Guthrie leur diront ce qu'ils font dans leurs portefeuilles. Les firmes reconnaissent cela et incitent de plus en plus leur personnel à suivre des cours-maison. Les gestionnaires sont suffisamment réglementés. Les incidents que nous avons eus au Canada sont davantage des activités frauduleuses que des malversations dans le domaine des fonds de couverture. Portus ne s'occupait pas vraiment des fonds de couverture; il s'agissait davantage d'une entreprise de marketing.

Le sénateur Angus : Exactement. Vouliez-vous dire quelque chose à ce sujet, monsieur Guthrie, concernant la réglementation? En termes simples, faut-il réglementer davantage?

Mr. Guthrie: I am trying to think of some of the larger firms that are not here, the billion-dollar capital moguls on bank trading desks. The large money moves in these other markets, the over-the-counter market, and the swap markets. That is where the big money is. It is regulated by the IDA or not — that is part of their problem. If there is any systematic risk, it may happen there. We have thought about that a great deal in house and how avoid that risk with our clients.

Regarding the distribution and the qualifications required to manage money in Canada, we are probably the highest in terms of levels of expertise required here.

Mr. Kaul: Some of the perspective on this comes from the U.S., where it definitely is not regulated at the SEC. Although half the funds are registered and most of the large ones are, there is an area that is not registered — it is very different — and that is where the main lens comes from when you talk about hedge funds.

Senator Angus: If I were to start off our report, I would be writing something along the lines that this is a very confusing area. It is a whole new investment landscape for a Canadian investor. Twenty-five years ago it was a totally different landscape. You had stocks and bonds. Some of have a mindset related to that landscape.

Clearly, having heard all the testimony here and in New York, I recognize that today things are totally different. I do not know whether my colleagues are quicker studies than I am, but I am totally confused. I have read the material. It is the best piece I have seen yet. Your picture is in it, Mr. Guthrie. This is recent; you have not seen it, I am sure. I have 100 copies. I see your boys have them. This is a very helpful thing.

Hedge funds are brand new in Canada for the most part — say, starting around 1999 — especially for the smaller operators. They have grown and are growing like Topsy. We have used these huge numbers to indicate the extent of money under management, but it depends on what you are talking about.

I will now ask what may appear to be rather elementary questions. Let us start with Hillsdale Investment Management Inc. We had a group in here called Front Street Capital. Their picture is in here, too. Are you in the same business as them?

Mr. Guthrie: We are.

Senator Angus: If I understand well, both firms hold yourselves out as investment managers. People give you their money and your firms manage it. In Hillsdale's case, it is usually the more conventional instruments: U.S., Canada, Japan, bonds, stocks, and equities. You folks seem to do different things. We talk about hedge funds. If I understand it, both Front Street Capital and Hillsdale have a bunch of funds that you have started yourselves. You present those vehicles to your clients and you say, "We get 10 per cent on this one because this one is in energy. We get 22.7 per cent

M. Guthrie : J'essaie de penser aux grandes entreprises qui ne sont pas ici, les géants des pupitres de négociation bancaire. Les grosses sommes d'argent circulent dans ces autres marchés, les marchés hors bourse et les marchés swap. C'est là où se trouvent les gros capitaux. Les activités sont réglementées par l'ACCOVAM ou non — voilà une partie de leur problème. S'il y a un risque systématique, c'est peut-être là. Nous avons beaucoup réfléchi à cela et à la manière d'éviter ce risque pour nos clients.

Concernant la distribution et les qualifications requises pour gérer l'argent au Canada, nous exigeons probablement les plus hauts niveaux d'expertise ici.

M. Kaul : Une partie du problème vient des États-Unis, où les activités ne sont pas réglementées à la Commission des valeurs mobilières. La moitié des fonds sont enregistrés et la plupart des fonds importants le sont, mais il y a un secteur qui ne l'est pas — c'est très différent — et c'est ce qui attire l'attention lorsque vous parlez des fonds de couverture.

Le sénateur Angus : Si je devais entreprendre la rédaction de notre rapport, j'écrirais que c'est un domaine très compliqué. C'est un tout nouveau paysage pour l'investisseur canadien. Il y a 25 ans, le paysage était totalement différent. Vous aviez des actions et des obligations. Certains parmi nous pensons encore dans ce contexte.

Après avoir entendu tous les témoignages ici et à New York, je reconnais que les choses sont tout à fait différentes aujourd'hui. Je ne sais pas si mes collègues comprennent plus rapidement que moi, mais je m'y perds complètement. J'ai lu la documentation. C'est la meilleure que j'ai vue jusqu'à présent. Votre photo y paraît, monsieur Guthrie. C'est récent; vous ne l'avez pas vue, j'en suis certain. J'en ai 100 copies. Je vois que vos représentants l'ont. C'est un document très utile.

Les fonds de couverture sont tout nouveaux au Canada pour la plupart — disons, depuis 1999 — en particulier pour les petites entreprises. Ils ont augmenté et continuent de croître à folle allure. Nous avons utilisé ces chiffres impressionnants pour donner une idée de l'argent sous gestion, mais tout dépend de ce dont vous parlez.

Je vais maintenant vous poser ce qui peut sembler être des questions plutôt élémentaires. Commençons avec Hillsdale Investment Management Inc. Nous avons un groupe ici qu'on appelle Front Street Capital. Leur photo paraît ici également. Êtes-vous dans le même secteur d'activité?

M. Guthrie : Oui.

Le sénateur Angus : Si je comprends bien, vos deux firmes se présentent comme des gestionnaires d'investissements. Les gens vous donnent leur argent et vos firmes gèrent cet argent. Dans le cas de Hillsdale, on utilise habituellement les outils les plus conventionnels : États-Unis, Canada, Japon, obligations, actions et actions ordinaires. Vous semblez faire des choses différentes. Nous parlons des fonds de couverture. Si je comprends bien, Front Street Capital et Hillsdale ont un ensemble de fonds que vous avez lancés vous-même. Vous présentez ces produits à vos clients et vous dites « Nous obtenons 10 p. 100 sur celui-ci, qui est

on that one because it is senators," or whatever it is you are dealing with. Am I correct that you will have X number of single-managed funds — and that is a buzz word, I am finding out — as opposed to funds of funds? Do you have funds of funds in your operation?

Mr. Guthrie: No. It is helpful to think of a manufacturer versus a distributor. Front Street Capital, Hillsdale and Sprott Asset Management are primarily manufacturers; BluMont is primarily a distributor. It does some manufacturing, a small amount in-house, with one manager, 15 people and two people manufacturing distribution through BluMont.

Senator Angus: Right. Some of your products are sold through BluMont.

Mr. Guthrie: Yes, they are.

Senator Angus: You will get the money in and you will decide, for example if we have $1 million, to put X per cent in one fund. We are talking about an average leverage of 1 to 3, I gather. I think of it in terms of golf, as does Senator Massicotte. Press number 1 means that it is 2, and P3 is 3 to 1. That is what you are doing.

How many funds do you have at Hillsdale?

Mr. Guthrie: We have five. Front Street Capital has 20, depending on your size. We have created those.

Senator Angus: You have manufactured those. In terms of the structure of each of those five funds, that is your intellectual property. You have a model. You may be using the chaos model or other models, but you do not want anybody else to know what that is because that is your mouse trap.

Mr. Guthrie: There is some element of discretion required. It is where hedge funds run up against disclosure. We have a window with the securities commission that says that we can sell to smart rich people, or sophisticated, as you find it.

Mr. Kangas: "Smart" and "rich" are not always together.

Mr. Guthrie: We can say "and/or" without necessarily having to post our holdings on the website for everyone else to see. It is a little window that is left.

Senator Angus: That is where we get to the area where this committee said that we better have a look at this thing. You put your money in. One of your clients says, "I want to get into hedge funds. I will go to Hillsdale because they are specialists and they have great hedge funds. All their clients are getting a bigger number than the ones that are at Jarislowsky Fraser in conventional equities." The individual goes there and puts the money in, but he does not know what you will be investing it in. Am I not right?

du domaine de l'énergie. Nous obtenons 22,7 p. 100 sur celui-là, parce que ce sont des sénateurs », ou peu importe ce dont vous vous occupez. Ai-je raison de dire que vous aurez X nombre de fonds à gestionnaire unique — et je découvre que c'est un mot à la mode — par opposition à des fonds de fonds? Avez-vous des fonds de fonds?

M. Guthrie : Non. Pensez à ce qu'est un fabricant par rapport à un distributeur. Front Street Capital, Hillsdale et Sprott Asset Management sont avant tout des fabricants; BluMont est avant tout un distributeur. Il fabrique quelques produits, une petite quantité de produits internes, avec un gestionnaire, 15 employés et deux personnes qui veillent à la distribution par l'entremise de BluMont.

Le sénateur Angus : Exact. Quelques-uns de vos produits sont vendus par l'entremise de BluMont.

M. Guthrie : C'est juste.

Le sénateur Angus : Vous recevez l'argent et vous décidez, par exemple, si vous avez un million de dollars, d'investir X p. 100 dans un fonds. Nous parlons d'un pouvoir multiplicateur moyen de 1 pour 3, si je comprends bien. Je pense à cela en termes de golf, comme le sénateur Massicotte. Appuyez sur le chiffre 1 signifie que c'est 2, et P3 est 3 pour 1. C'est ce que vous faites.

Combien de fonds y a-t-il chez Hillsdale?

M. Guthrie : Il y en a cinq. Front Street Capital en a 20, selon la taille. Nous les avons créés.

Le sénateur Angus : Vous avez fabriqué ces fonds. Concernant la structure de chacun de ces cinq fonds, il s'agit de votre propriété intellectuelle. Vous avez un modèle. Vous pouvez utiliser le modèle du chaos ou d'autres, mais vous ne voulez pas dire ce qu'il y a dedans, parce que c'est votre invention.

M. Guthrie : Il faut un certain degré de discrétion. C'est là où les fonds de couverture se heurtent au principe de communication. La commission des valeurs mobilières nous autorise à vendre à des personnes riches et futées, ou raffinées, si vous préférez.

M. Kangas : Les qualificatifs « riche » et « futé » ne vont pas toujours de pair.

M. Guthrie : Nous pouvons dire « et/ou » sans nécessairement avoir à afficher nos avoirs en actions dans le site Web à l'intention de tout le monde. Nous avons cette possibilité.

Le sénateur Angus : C'est là où le comité dit qu'il vaudrait mieux examiner cette chose. Vous investissez votre argent. Un de vos clients vous dit « Je veux investir dans des fonds de couverture. Je vais m'adresser à Hillsdale parce que ce sont des spécialistes et ils ont d'excellents fonds de couverture. Tous leurs clients obtiennent un meilleur rendement que ceux de Jarislowsky Fraser avec des actions ordinaires conventionnelles. » Cette personne s'adresse donc à vous et vous confie son argent, mais elle ne sait pas dans quoi vous allez investir. N'ai-je pas raison?

Mr. Guthrie: How much do any of us know about our suppliers? I fly on an airplane; do I have to know how it works? I do not want to be obtuse. When Jarislowsky Fraser first began its ascension, not too many people knew what they were doing, either.

Senator Angus: No, but they send you a holding sheet every month stating that you have 300 shares of Canadian Pacific.

Mr. Guthrie: That is important to know. Any of our clients get the same reporting, if not more.

Senator Angus: What does it say? It is the name of your fund?

Mr. Guthrie: No, once every six months they get each stock in the fund. It is the same disclosure.

Senator Angus: So the funds hold equities?

Mr. Guthrie: Yes.

Senator Angus: I thought they were trading every day, trading derivatives and structures products.

Mr. Guthrie: Some are; not these.

Senator Angus: Yours do not.

Mr. Guthrie: Trading funds are one class of hedge funds. High turnover, low turnover — they are different ways of managing the same strategy. Even in mutual fund space or in investment management space, even from Jarislowsky Fraser to Phillips, Hager & North to GBC Asset Management, you still have ranges of skill sets. It is just that the degrees of freedom that we have are more. Most of them are long-only, for now, because, we would argue, it is harder to do long-short. I will put that on the record. It is more than twice the work to get it right. You need more staff and resources.

Senator Angus: And it is riskier?

Mr. Guthrie: No. You almost got me.

Mr. Kangas: When I first became a mutual fund analyst and analyzed the long-only managers like Jarislowsky — and I did that for 10 years — I told my mother that I was going into mutual funds. She said, "Aren't those really risky." They go from money market all the way to emerging market where an emerging market fund can lose 50 per cent of the client's money yet it is fully prospectused and Ms. Smith can own it for $5,000.00.

You can have something as straightforward — I do not want to call it simple — as Veronika Hirsch, a five-star recognized mutual fund manager who became a hedge fund manager. We advertise her as a Canadian equity manager, but now she can go long with her stock-picking ideas, the companies she knows very well, and short the ones that she does not think will do very well. That is probably the simplest one you can do. She can say, "Here is one in that area that I think will do well. Here is the worst company

M. Guthrie : Que savons-nous de nos fournisseurs? Je prends un avion; est-ce que je comprends son fonctionnement? Lorsque Jarislowsky Fraser a commencé son ascension, peu de gens savaient ce qu'ils faisaient.

Le sénateur Angus : Non, mais ils vous envoient un état mensuel des stocks indiquant que vous détenez 300 actions de Canadien Pacifique.

M. Guthrie : Il est important de le savoir. Tous nos clients reçoivent le même rapport, sinon plus.

Le sénateur Angus : Qu'indique-t-il? Est-ce le nom de votre fonds?

M. Guthrie : Non, ils reçoivent tous les six mois chaque titre dans le fond. Ce sont les mêmes informations.

Le sénateur Angus : Le fonds comprend donc des actions?

M. Guthrie : Oui.

Le sénateur Angus : Je pensais qu'ils faisaient des transactions tous les jours, des dérivés et les produits de structure.

M. Guthrie : Certains le font; pas ceux-là.

Le sénateur Angus : Les vôtres ne le font pas.

M. Guthrie : Les fonds de négociation sont une catégorie de fonds de couverture. Un volume de transactions élevé ou faible — il y a différentes façons de gérer la même stratégie. Même au niveau des fonds communs de placement ou de la gestion des placements, même de Jarislowsky Fraser à Phillips, de Hager & North à GBCA Asset Management, les compétences sont encore différentes. C'est tout simplement parce que nous disposons d'une plus grande marge de manœuvre. La plupart sont des positions longues, pour le moment, car les positions longues/positions courtes sont plus difficiles à notre avis. C'est quelque chose que je mettrai dans le compte rendu. Il faut travailler doublement pour y arriver. Il faut plus de personnel et de ressources.

Le sénateur Angus : Et c'est plus risqué?

M. Guthrie : Non. Vous avez failli m'avoir.

M. Kangas : Quand j'ai commencé à analyser les fonds communs de placement et les gestionnaires de positions longues comme Jarislowsky — je l'ai fait pendant 10 ans — j'ai dit à ma mère que j'allais travailler dans les fonds communs de placement. Elle m'a dit : « Il y a trop de risques, n'est-ce pas? » On les voit des marchés financiers jusqu'aux marchés émergents où un fonds de marchés émergents peut perdre 50 p. cent de l'argent du client, pourtant ils ont tous des prospectus et Mme Smith peut en avoir pour cinq mille dollars.

Vous pouvez avoir quelqu'un d'aussi directe — je ne veux pas la qualifier de simple — que Veronika Hirsch, reconnue comme l'une des meilleures gestionnaires de fonds communs de placement, qui est devenue gestionnaire de fonds de couverture. Nous la présentons comme une gestionnaire d'actions canadiennes, mais aujourd'hui elle peut faire les transactions de position longue grâce à ses connaissances des stocks et des sociétés qu'elle connaît très bien et des transactions de positions courtes pour les sociétés qui à son avis ne s'en tireront pas très

in that area that might be more of a pair trade. Here are some dog companies that have horrible managements and bad balance sheets. I just know they will go down and I can make money off of that going down, like Nortel." It can involve very complicated strategies and black boxes and things that are esoteric, but there are a whole range of instruments available. Depending on how they have restricted themselves, all the managers are focused on making money. If you give them a broader palette to use, using the artist analogy, they are trying to find something inefficient in the market where they have an edge and they can make money. Jarislowsky, however, has confined himself to Canadian equity say for one portfolio that will be long only. It is a huge portfolio; he cannot make many interesting moves around because that portfolio is so large.

Mr. Guthrie: It is $72 billion.

Mr. Kangas: Yes, $72 billion, which is fine. He is then forced to own the top 100 stocks, which is fine. Over time stock markets have gone up, but it is a different vehicle. Not everyone will understand because the world has gotten a lot more complex.

Senator Angus: But he is not called a hedge fund or none of his portfolios are, whereas yours is. Is it because of the short dimension? That is a hedge. You are shorting because you are betting. You are gambling.

Mr. Guthrie: No! There he goes again.

Senator Angus: Yes; that is what it is.

Mr. Kangas: The long-only manager is gambling that the stock will go up. Veronika Hirsch will gamble that it will go down. They are both gamblers.

Senator Angus: They are not gambling. They are making a judgment. They are buying a security, and the investor knows it. In the shorting, you are selling it short because you figure the price will go down and you will buy it back and make a killing.

Mr. Kangas: But why are you going long on the stock? You figure it is a great company and it will go up and you will make a killing.

Senator Angus: That is logical.

Senator Goldstein: It just bothers us.

Mr. Kangas: It bothers CEOs of the companies that are being shorted.

The Chairman: We are agreed that going forward is a bet and going backwards or hedging is also a bet.

Senator Harb: You are mostly lawyers. I am probably the only engineer here, so I will ask you two questions. When we were in the United States, we heard over and over from different witnesses that everybody seemed to be betting on the same

bien. C'est peut-être l'exemple le plus simple. Elle peut dire : « Il y en a une dans ce secteur qui, à mon avis, réussira. Voici la plus mauvaise société dans ce secteur pour laquelle il vaudrait mieux adopter une position neutre. Voici une société médiocre dont les gestions et le bilan sont horribles. Tout ce que je peux vous dire c'est qu'elle va couler et je peux faire de l'argent, comme pour Nortel ». Il peut y avoir des stratégies très compliquées et des boîtes noires et des choses occultes, il y a toute une gamme d'instruments disponibles. L'objectif premier de tous les gestionnaires est de gagner de l'argent dans les limites qu'ils se sont imposées. Si vous leur permettez d'utiliser une plus grande palette, pour utiliser un terme artistique, ils essaieront de trouver quelque chose d'inefficace dans le marché où ils auront un avantage et ils gagneront de l'argent. Toutefois, Jarislowsky s'est limité aux actions canadiennes pour, par exemple, un dossier à position longue. C'est un énorme dossier; il ne peut pas effectuer beaucoup de transactions intéressantes à cause du montant considérable du portefeuille.

M. Guthrie : Soixante-douze milliards de dollars.

M. Kangas : Oui, 72 milliards de dollars, ce qui est bien. Puis il est obligé de détenir les 100 stocks les plus élevés, ce qui est bien. Les marchés des titres ont évolué avec le temps, mais le système est différent. Il n'est pas donné à tout le monde de comprendre car le monde est beaucoup plus complexe aujourd'hui.

Le sénateur Angus : Mais on le l'appelle pas un fonds de couverture et aucun de ses portefeuilles ne le sont, alors que le vôtre l'est. Est-ce en raison de la position courte? Que c'est un fonds de couverture. Vous vendez à découvert parce que vous pariez.

M. Guthrie : Non! Voilà qu'il recommence.

Le sénateur Angus : Oui; c'est exactement cela.

M. Kangas : Le gestionnaire à position longue mise sur l'augmentation des actions. Veronika Hirsch parie qu'elles baisseront. Les deux font des paris.

Le sénateur Angus : Ils ne font pas de paris. Ils portent un jugement. Ils achètent un titre, et l'investisseur est au courant. Vous faites une vente à découvert parce que vous pensez que le prix va baisser, que vous le rachèterez et ferez un énorme profit.

M. Kangas : Mais pourquoi acheter les actions? Vous pensez que c'est une excellente société, que ses actions vont augmenter et que vous ferez à d'énormes profits.

Le sénateur Angus : C'est logique.

Le sénateur Goldstein : Ça nous dérange.

M. Kangas : Ça dérange les PDG des entreprises qui sont vendues à découvert.

Le président : Nous avons convenu qu'aller de l'avant est un pari et que reculer ou de faire une opération de couverture est aussi un pari.

Le sénateur Harb : Vous êtes pratiquement tous des avocats. Je suis probablement le seul ingénieur présent, donc je vais poser des questions. Lorsque nous étions aux États-Unis, des témoins nous ont dit maintes et maintes fois qu'i semblait que tout le monde

thing, almost, and I am not sure if I am using the proper word. Like a herd, they all bet on the same thing. Everything gets crowded. If there is a problem, not just one goes down but everybody goes down. Is it the same here in Canada, or is it different?

Mr. Kangas: I will make one global comment. With the statistics from hedge fund research, overwhelmingly the largest area of hedge funds is long-short equity managers. Yes, there are some interesting traders like Amaranth doing things that get large headlines. I guess it can happen that they all pile into the same stocks and buy Microsoft and short Cisco, but they all believe they have their own intellectual capital in the niche they are in or their own information edge. There are other trading strategies, managed futures being one, where many of them have a similar kind of model, which is what we would refer to as a trend following. They all see the same trend accumulating in the market, and they can all pile in.

That whole industry as a subset is around $120 billion to $150 billion, which is small. That is a fifth of the Canadian mutual fund industry. Yes, you can have correlation where they are all going the same way, but I do not think that at $1.5 trillion overall or even $3 trillion — the largest number heard — they are all on the same trade.

Mr. Kaul: I would answer that question more dramatically. No, they are not in the same trade. It is an easy comment to make, but it is not true. Take the long-only space, for example; today, 30 per cent of the index is weighted towards energy stocks. Anyone who owns the index owns the same stocks. They are effectively also all in the same trade, to follow the analogy. That comment can be made about any asset class. Anybody who owns Toronto real estate or Ottawa real estate is in the same trade. It is easy to say, but it does not really have any meaning.

A hedge fund can actually control its risk exposure. You asked before what our returns were. You also need to asked, what is the level of risk you undertook, and what was the correlation to the other asset classes? Those two other questions, which do get as much press regarding risk management and diversification through correlation, are the two tremendous benefits that you get by building a different type of portfolio.

Senator Harb: A hedge fund manager also has the ability to be a mutual fund manager; is that true?

Mr. Guthrie: Yes.

Senator Harb: He can manage two portfolios. In hedge funds, you are tied to performance. If the hedge fund does well, you do well. On mutual funds, you are based on fees. It does not matter. You can go to developing countries, you can go to developed countries, you can do whatever it is, and you are guaranteed to get the fees.

pariait sur la même chose, pratiquement, je ne suis pas sûr si j'utilise le mot approprié. Comme un troupeau, ils pariaient tous ceux sur la même chose. Tout était surchargé et, en cas de problème, ce n'était pas un seul qui coulait, mais tout le monde. Est-ce pareil ici au Canada ou est-ce différent?

M. Kangas : Je ferai un commentaire global. Les statistiques de la recherche des fonds de couverture indiquent que la stratégie de couvertures d'actions (en compte/à découvert) constitue la plus grande partie des fonds de couverture. Oui, des négociateurs intéressants comme Amaranth font des transactions qui font les gros titres des journaux. Je suppose qu'il peut arriver qu'ils achètent tous les mêmes actions, par exemple Microsoft et vendent Cisco, mais ils croient avoir leur propre capital intellectuel dans leurs créneaux ou leur propre mine de renseignements. D'autres stratégies d'opérations, les contrats à terme géré en sont une, utilisent un modèle similaire, c'est ce que nous appelons une tendance. Ils constatent tous la même tendance et la suivent tous.

Toute l'industrie en tant que sous-ensemble est d'environ 120 à 150 milliards de dollars, ce qui est petit et équivaut au cinquième du secteur canadien des fonds communs de placement. Oui, il peut y avoir une situation où tous suivent la même tendance, mais je ne pense pas qu'à 1,5 billion de dollars en tout ou même 3 billions de dollars — le plus grand chiffre jamais entendu — ils soient tous sur la même affaire.

M. Kaul : Ma réponse à cette question va être un peu plus dramatique. Non, ils ne sont pas sur la même affaire. Il est facile de le dire, mais ce n'est pas vrai. Prenons la position longue par exemple; aujourd'hui, 30 p. cent de l'indice penchent vers les actions du secteur énergétique. Celui qui est propriétaire de l'indice est propriétaire des mêmes actions. Ils sont effectivement aussi tous sur la même affaire, pour garder la même expression. Ce raisonnement est valable pour n'importe quelle classe d'actifs. Quiconque a des biens réels à Toronto ou Ottawa est dans la même affaire. Il est facile de le dire, mais cela ne signifie pas vraiment grand-chose.

Un fonds de couverture peut contrôler son exposition aux risques. Vous avez demandé tout à l'heure quels étaient nos rendements. Vous auriez dû aussi demander, quel était le degré de risque et la corrélation à d'autres classes d'actifs? Ces deux questions, qui attirent beaucoup l'attention de la presse relativement à la gestion des risques et à la diversification par la corrélation, sont deux incroyables avantages obtenus dans la préparation d'un portefeuille d'un genre différent.

Le sénateur Harb : Un gestionnaire de fonds de couverture peut aussi être gestionnaire de fonds communs de placement; n'est-ce pas?

M. Guthrie : Oui.

Le sénateur Harb : Il peut gérer deux portefeuilles. Pour les fonds de couverture, c'est le rendement qui compte. Si le fonds de couverture gagne de l'argent, vous aussi. Pour ce qui est des fonds communs de placement, il y a des honoraires. Que ce soit dans des pays développés, des pays en voie de développement, quoi que vous fassiez, il est garanti que vous recevrez des honoraires.

Is it possible that at some point you would have to look in the mirror and feel a bit embarrassed as a manager? Perhaps you are a bit biased because you say to yourself, why not do this? Why not short the stock and turn around and buy the long end of it? Do you think it is a potential for a conflict of interest? In the U.S., according to *The Wall Street Journal*, November 1, there are 124 individual portfolio managers who run both mutual funds and hedge funds. The year before, there were 112, but the year before that there were only 60, so there is a huge shift from running one portfolio to running two. The chief executive officer of Clover Capital Management said that this area is rife with potential conflict of interest. Do you share that view and, if that is the case, is it the same here in Canada? If that is the case, what can we do as Canadians to deal with that?

Mr. Kangas: It is a potential conflict at the level of an individual portfolio manager level as opposed to of a firm, which is a distributor or packager where they are selling different products. You could have a totally different department down the hall on another floor that is your hedge fund department, and then you have your long only. There can be some separation of duties. It is the perception of the public. Where you have a direct conflict is the portfolio manager running a long-only mutual fund and a hedge fund. The most obvious conflict is the performance fee. If I am getting 20 per cent of the performance fee for the hedge fund, that is where my best idea goes; second best goes to my mutual fund.

Senator Harb: Exactly.

Mr. Kangas: There should be policies and procedures around that and compliance and fairness to clients. It gets greyer for the firm if they allow their manager to have both. It is becoming a conflict of interest particularly in the U.S. because very successful money managers want to go to the hedge fund industry. If they are good, they can make a lot more money.

The Chairman: To continue with Senator Harb's point, there are no Chinese walls within firms, other than being nice.

Mr. Kangas: I do not know that we have that potential exposure in Canada. It should be monitored with mutual fund companies and what they are doing.

Senator Massicotte: What would you do?

Mr. Kangas: The quick answer would be to prohibit the practice and physically separate it or do something. It is hard to Chinese wall it or regulate it.

Mr. Kaul: At our firm we do run long-only as well as long-short funds. If we are trading the same stock in both funds, we trade them together. We have a fair dealing policy where we trade all of our clients.

Est-il possible qu'un gestionnaire ait du mal à se regarder dans le miroir un jour ou l'autre? Peut-être avez-vous un petit parti pris car vous pensez pourquoi ne pas faire cela? Pourquoi ne pas vendre à découvert les actions, puis revenir et acheter? Pensez-vous qu'il y ait un risque de conflit d'intérêts? Aux États-Unis, d'après *The Wall Street Journal* du 1er novembre, 124 gestionnaires de portefeuilles individuels s'occupent à la fois de fonds communs de placement et de fonds de couverture. L'année précédente, il y en avait 112, mais l'année d'avant il n'y en avait que 60, donc le nombre de gestionnaires d'un portefeuille mais qui s'occupent de deux aujourd'hui a considérablement augmenté. Le président-directeur général de Clover Capital Management a déclaré que ce secteur comporte de grands risques de conflit d'intérêts. Êtes-vous d'accord et, dans ce cas, est-ce que la situation est similaire ici au Canada? Si c'est le cas, que pouvons-nous faire en tant que Canadiens pour régler ce problème?

M. Kangas : Le risque potentiel se situe au niveau d'un gestionnaire de portefeuille individuel plutôt qu'au niveau de l'entreprise qui vend différents produits. Le service des fonds de couverture peut se trouver au bout du couloir à un autre étage et il y aura un service qui ne s'occupe que de la vente des actions. Les responsabilités peuvent être distinctes. C'est ce que perçoit le public. Il y a conflit direct si le gestionnaire de portefeuille s'occupe des fonds communs de placement à position longue et d'un fonds de couverture. Les honoraires en fonction du rendement posent le problème le plus évident car si je vais recevoir 20 p. 100 des honoraires en fonction du rendement du fonds de couverture, c'est là que je vais proposer mes meilleures idées avant de le faire pour mon fonds commun de placement.

Le sénateur Harb : Exactement.

M. Kangas : Il devrait y avoir des politiques et des procédures à ce sujet et du respect et de l'équité envers les clients. C'est lorsque le gestionnaire s'occupe de deux portefeuilles que l'entreprise entre dans une zone plus grise. C'est devenu un conflit d'intérêts, surtout aux États-Unis, car des gestionnaires de fonds qui ont très bien réussi veulent travailler dans le secteur des fonds de couverture. S'ils sont bons, ils peuvent gagner beaucoup plus d'argent.

Le président : Dans le sens des propos du sénateur Harb, il n'y a pas de cloisonnement à l'intérieur des entreprises.

M. Kangas : Je ne sais pas si ce risque existe au Canada. Il faudrait voir ce que font les sociétés de fonds communs de placement.

Le sénateur Massicotte : Que feriez-vous?

M. Kangas : Pour répondre rapidement, il faudrait interdire la pratique et la séparer physiquement ou faire quelque chose. Il est difficile de la cloisonner ou de la réglementer.

M. Kaul : Notre entreprise s'occupe de positions longues et aussi de fonds à position longue/position courte. Si nous effectuons des transactions des mêmes actions dans les deux fonds, nous les négocions ensemble. Nous suivons une politique d'utilisation équitable pour les transactions de tous nos clients.

Mr. Guthrie: It is Ontario Securities Commission policy. It is a big one. If you are caught, it is a big crime, not a little crime.

Mr. Kaul: Under our CFA charter also, it is also a fairly significant policy.

Senator Angus: Do they do reviews?

Mr. Kaul: They have audits, yes.

Senator Angus: Market timing and late trading came up regarding mutual funds, and that is the area that you are getting into, Senator Harb, is it not?

Senator Harb: In physics, there is a principle that is straightforward and applied everywhere. Anything that goes up continues to go up until the point where it must come down. As for hedge funds, from what I have heard, here in Canada we have a solid regime, and we may or may not have to do anything. However, in Europe as well as in the United States, we were told that this industry is growing at an incredible rate of 30 per cent. It started small and now it is in the trillions, and it is getting into retail and into all kinds of sophisticated types of investment and so on. How long will the party go on? In your estimation, what do you think the government or you as an organization or the securities in Toronto should do in order to prepare a potential safety mechanism in the event that the party comes to an end, if it comes to an end?

Mr. Guthrie: Many things are going on. If you asked us where the industry is going in five years, we would say eventually hedge funds would merge into main stream investment management.

Our best competitors come from the long-only space, not Jarislowsky perhaps, because he is not yet interested, but Barclays Investment Counsel has a large hedge fund, huge distribution and a high-quality product, as well as Goldman Sachs, all previously long-only, now doing hedge funds.

Going forward, we see that there will no longer be a designation of hedge funds; there will just be investment management, and this will be an asset class or a way of doing it, like long-only, which is going the way of the dodo, not because it is a bad thing. There is nothing wrong with investing long-only; it is just that you can now buy it for free in exchange-traded funds, ETFs, or index funds, which cost 2 basis points. It has forced the entire industry to differentiate itself from those index funds. That is the first step, which is why everyone had to go somewhere else, not at 2 basis points.

Your other question related to the party. It is not a party; it is just an evolution.

M. Guthrie : C'est la politique de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. Elle est rigoureuse. Pour ceux qui se prendre, c'est un crime grave, pas une petite infraction.

M. Kaul : Il en est de même pour la charte des analystes financiers agréés, c'est aussi une politique très importante.

Le sénateur Angus : Procèdent-ils à des examens?

M. Kaul : Oui, ils font des vérifications.

Le sénateur Angus : La synchronisation du marché et les opérations hors délai sont des points qui ont été soulevés relativement aux fonds communs de placement; c'est ce dont vous allez parler, n'est-ce-pas, sénateur Harb?

Le sénateur Harb : En physique, il y a un principe direct et qui s'applique partout. Tout ce qui monte continuer à monter jusqu'au point ou il doit redescendre. En ce qui concerne les fonds de couverture, d'après ce que j'ai entendu dire, ici au Canada nous avons un régime solide et nous pouvons faire quelque chose ou non. Cependant, en Europe ainsi qu'aux États-Unis, on nous a dit que ce secteur augmentait à un taux de croissance incroyable de 30 p. cent. Il a commencé petit, il fait aujourd'hui des transactions de billions de dollars et il s'intéresse aux petits épargnants et à toutes sortes d'investissements très évolués, et cetera. Pendant combien de temps va durer la fête? Que pensez-vous que le gouvernement ou vous en tant qu'organisation ou la Commission des valeurs mobilières à Toronto devraient faire pour préparer un système de sécurité au cas où la fête prendrait fin, si elle prend fin?

M. Guthrie : Il se passe beaucoup de choses. Si vous nous demandez ce que deviendra le secteur dans cinq ans, nous vous répondrons qu'éventuellement les fonds de couverture se fusionneront à la gestion principale des investissements.

Nos plus grands concurrents du secteur des fonds traditionnels, peut-être pas Jarislowsky, parce qu'il n'est pas encore intéressé, mais Barclays Investment Counsel a un gros fonds de couverture, une distribution énorme et un produit de haute qualité, c'est pareil pour Goldman Sachs, qui tous avaient tous auparavant des fonds traditionnels et qui sont passés maintenant aux fonds de couverture.

Pour l'avenir, nous prévoyons qu'il n'y aura plus de désignation pour les fonds de couverture; il n'y aura que la gestion des investissements et ce sera une classe d'actifs ou une méthode, comme les placements à position longue en voie de disparition, pas parce que c'est une mauvaise chose. L'investissement à position longue ne pose aucun problème; seulement que vous pouvez maintenant l'acheter gratuitement dans les fonds cotés en bourse, les FCB, ou fonds indiciels, qui coûtent 2 points de base. Ce qui a obligé tout le secteur à se distinguer de ces fonds indiciels. C'est la première étape, et la raison pour laquelle tout le monde a du partir ailleurs, pas à 2 points de base.

L'autre question faisait référence à une fête. Ce n'est pas une fête; c'est seulement une évolution.

Mr. Kangas: We have not had a party. I was at the global hedge fund conference just outside of Toronto and there was an exhibit, a fascinating chart, which I can have emailed to the senators. The chart showed the hedge fund index for the United States over a longer period of time than we currently have an index for in Canada. He showed Scotia Capital's hedge fund index, and it was almost right on the TSX for the last couple of years. Except for what happened on Halloween night, the TSX has been pretty much straight up. A lot of Canadians say, "What do I need a hedge fund for? I hear they have higher fees and I am doing very well."

If we had the index going back to 2000, which is what the exhibitor showed on his longer-term U.S. chart, you would have seen that hedge funds prior to the bear market were almost on top of the S&P 500 index. Then the S&P fell and hedge funds were able to carry their way through. That is why the other countries say they want something that diversifies. I have seen it happen. The bear market might come around again.

Hedge funds have been growing like Topsy. They have been having a party. I do not know that it will end. It will just be a different way of investing, a better way. Mutual funds have asked for up to 15 per cent short-selling and to still be called a prospectus mutual fund. When will they ask for 20 per cent? When will they ask for 1.5 leverage?

Senator Goldstein: I am very happy that you are here, Mr. Guthrie.

You should know, Mr. Chairman — the deputy chair knows this — that Mr. Guthrie's father is a justice of the Superior Court of Montreal and an expert on, amongst other fields, bankruptcy.

The Chairman: So we have three generations of great people: Mr. Guthrie, his sons and the grandfather. Aren't we blessed.

Senator Goldstein: I have had the pleasure of knowing three.

I want to go back, Mr. Guthrie, to systemic risk. You indicated by way of analogy that all investments are risky, which they certainly are. You used, by way of example, Calgary real estate, 20 times more expensive than it was way back when; and Nortel, which operated like a yo-yo.

This is true of all classes of assets over time, that one can look at Calgary real estate, to use your example, on a day-to-day or week-to-week or month-to-month basis and see what is happening with it; one can look at Nortel on a day-to-day basis and see what is happening to it. However, one cannot really look at the investment of hedge funds. I am talking perhaps less about the short-long funds that are relatively easy to deal with. I am talking more about the derivatives and certain other more sophisticated tools in one's arsenal that are not well known, coupled with the fact that whatever one is doing in Canada may be duplicated, in a way which one does not know,

M. Kangas : Il n'y a pas eu de fête. J'ai assisté à la conférence internationale sur les fonds de couverture juste en-dehors de Toronto et il y avait un document, un tableau fascinant, que je peux envoyer par courriel aux sénateurs. Le tableau montrait l'indice des fonds de couverture aux États-Unis sur une période plus longue que celle que nous avons aujourd'hui au Canada. Il montrait l'indice des fonds de couverture de Scotia Capitaux qui était pratiquement à l'indice de la Bourse de Toronto pendant les deux ou trois dernières années. À l'exception de ce qui s'est passé la nuit d'Halloween, la Bourse de Toronto a été claire et nette. Beaucoup de Canadiens se sont demandés s'ils avaient besoin d'un fonds de couverture, ils avaient entendu dire que les honoraires étaient plus élevés et ils s'en tiraient très bien.

Si l'indice remontait à l'année 2000 comme le montrait le tableau à long terme pour les États-Unis, on aurait vu qu'avant le marché à la baisse, les fonds de couverture étaient presque en haut de l'indice S&P 500. Puis le S&P s'est effondré et les fonds de couverture ont pu survivre. C'est la raison pour laquelle les autres pays disent qu'ils veulent le quelque chose qui diversifie. J'ai vu cela arriver. On pourrait se retrouver dans une situation où le marché serait à la baisse.

Les fonds de couverture ont poussé comme de la mauvaise herbe. Ils ont eu une fête. Je ne sais pas quand elle se terminera. Ce sera simplement une façon différente d'investir, une meilleure façon. Les fonds communs de placement ont augmenté jusqu'à 15 p. 100 de ventes à découvert pour être encore appelés fonds commun de placement de prospectus. Quand demanderont-ils 20 p. 100? Quand demanderont-ils un facteur d'amplification de 1,5?

Le sénateur Goldstein : Je suis très heureux que vous soyez ici, monsieur Guthrie.

Vous devriez savoir, monsieur le président, — le vice-président le sait — que le père de M. Guthrie est juge à la Cour supérieure de Montréal et est un spécialiste, entre autres choses, de la faillite.

Le président : Alors, nous avons trois générations d'illustres personnages : M. Guthrie, ses fils et le grand-père. Quelle bénédiction.

Le sénateur Goldstein : J'ai eu le plaisir d'en connaître trois.

Je veux revenir, M. Guthrie, sur les risques systémiques. Vous avez indiqué, pour faire une analogie, que tous les investissements sont risqués, ce qui est certainement vrai. Vous avez utilisé, à titre d'exemple, le marché de l'immobilier de Calgary, qui est 20 fois plus élevé que dans le bon vieux temps; et Nortel qui fluctue comme un yo-yo.

Cela est vrai de toutes les classes d'actifs dans le temps; on peut regarder, pour utiliser votre exemple, l'immobilier de Calgary sur une base quotidienne, ou hebdomadaire, ou mensuelle, et voir en ce qui arrive; on peut examiner les actions de Nortel sur une base quotidienne et voir ce qui arrive. Toutefois, on ne peut pas vraiment examiner l'investissement des fonds de couverture. Je parle peut-être un peu moins des fonds à position longue-position courte qui sont relativement faciles à traiter. Je parle davantage des dérivés et de certains autres outils plus évolués faisant partie de l'arsenal de quelqu'un et qui ne sont pas bien connus, et ceci en conjonction avec le fait que tout ce que quelqu'un fait au Canada

by offshore hedge funds, the result of which is you can find an Amaranth-like phenomenon caused not by an Amaranth that itself went short so significantly, but by a group of hedge funds. There is no way for people to know that that is happening if it is spread throughout the world, which at the moment it is, I think.

Mr. Guthrie: We do have measurements of total options outstanding, Bank for International Settlements. That is why we brought you the data. We can tell how fast the asset classes are growing. In that chart, the fastest-growing asset classes were not hedge funds; they were derivatives. We know this and banks know this. As least it is being measured. It is not necessarily true that we do not know where the clustering of risk is happening.

Senator Goldstein: It is being measured, but not on a day-to-day basis. Short interest versus on the New York Stock Exchange is published once a month.

Mr. Guthrie: Yes. That would be probably one of the most primitive measures. It is one of those lagging indicators where no one has told the TSX to get with it and do it faster. The option data and the over-the-counter market is pretty real-time, the futures market. These are very sophisticated, real-time, global markets that settle instantaneously, before the trade is even finished. That data is known.

I am sure that the Federal Reserve Bank monitors that data very closely. The only thing I can offer in terms of clustering of risk is that when we all begin to have the same opinion about anything, then we have clustering. When everyone's interests align as to both the time of my retirement and the risk budget I can have, and my opinion as is the same as everyone else's, such as it was with the Internet, then we have risk.

With hedge funds, we have been trying to say that there are enough different players. To get a coincident bubble of risk bets in that industry is less likely than in the industries about which we have spoken before, which are traditional asset classes where everybody, without knowing, is participating in a bubble. They are the ones to worry most about.

Our being here and talking about the option market is a good thing, but it probably is not where the risk is right now. It is probably something we have not seen yet, unfortunately. I do not know that it would be just because of hedge funds that that would continue to happen.

Senator Goldstein: What role does the custodian play? I understand it to be a passive role. There is no oversight or supervisory role, is there?

Mr. Guthrie: No, that is not the case with ours. It is not the case with IDA at all.

peut être reproduit, d'une façon que l'on ne connaît pas, par des fonds de couverture étrangers, ce qui a pour résultat que vous pourrez trouver un phénomène semblable à celui d'Amaranth causé non pas par un fonds Amaranth qui a lui-même chuté de manière si substantielle, mais par un groupe de fonds de couverture. Il n'y a aucune façon que les gens puissent savoir que cela arrive si cela se fait partout dans le monde, ce qui est le cas à l'heure actuelle, je pense.

M. Guthrie : Nous avons des mesures des encours totaux, de la Banque des règlements internationaux. C'est pourquoi nous vous avons apporté les données. Nous pouvons dire à quelle vitesse les classes d'actifs croissent. Dans ce tableau, les classes d'actifs dans la croissance était la plus rapide n'étaient pas les fonds de couverture; c'était les dérivés. Nous savons cela et les banques le savent. Au moins, on le mesure. Ce n'est pas nécessairement vrai que nous ignorons où se fait le regroupement des risques.

Le sénateur Goldstein : On le mesure, mais pas sur une base quotidienne. La position à découvert par rapport à la Bourse de New York est publiée une fois par mois.

M. Guthrie : Oui. Cela serait probablement une des mesures les plus primitives. Il s'agit de l'un de ces indicateurs tardifs pour lesquels personne n'a dit à la Bourse de Toronto de se retrousser les manches et de faire les choses rapidement. Les données sur les options et le marché hors bourse sont presque en temps réel, le marché des contrats à terme. Il s'agit de marchés mondiaux, en temps réel, très évolués qui se règlent instantanément, avant même que la transaction soit terminée. Ces données sont connues.

Je suis certain que la Federal Reserve Bank suit ces données de très près. La seule chose que je peux offrir en termes de regroupement du risque, c'est que lorsque nous commençons tous à avoir la même opinion à propos de n'importe quoi, alors, nous avons un regroupement. Lorsque les intérêts de tout le monde s'alignent à la fois par rapport au moment de ma retraite et au budget de risque que je peux avoir, et mon opinion est la même que tous le monde, comme c'était le cas avec Internet, alors nous avons un risque.

Dans le cas des fonds de couverture, nous avons essayé de dire qu'il y a suffisamment d'acteurs différents. Obtenir une bulle coïncidente de paris sur le risque dans cette industrie est moins vraisemblable que dans le cas des industries dont nous avons parlé auparavant, qui sont les classes d'actifs traditionnelles où tout le monde participe, sans le savoir, à une bulle. C'est de celles-là qu'il faut surtout s'inquiéter.

Le fait que nous soyons ici pour parler du marché des options est une bonne chose, mais ce n'est probablement pas dans ce marché que se trouvent les risques à l'heure actuelle. C'est probablement quelque chose que nous n'avons pas encore vu, malheureusement. Je ne pourrais pas dire que c'est uniquement à cause des fonds de couverture que le monde continu d'exister.

Le sénateur Goldstein : Quel rôle joue le gardien? Je crois comprendre qu'il s'agit d'un rôle passif. Il n'y a pas de rôle de surveillance ou de supervision, n'est-ce pas?

M. Guthrie : Non, ce n'est pas le cas avec les nôtres. Ce n'est pas du tout le cas avec l'ACCOVAM.

Senator Goldstein: Tell us what the role would be.

Mr. Guthrie: It is their capital. Their role would be to monitor the risk allocated to each of their clients, which would be us, in an aggregate sense. It would apply to their balance sheet, as any other bank. In this case, prime brokers have an allocation of risk to corporate finance and merchant banking, and somewhere at the top of the bank is someone measuring that risk budget. They are monitoring very closely how much their exposure is.

Senator Goldstein: Do they set off their own risks?

Mr. Guthrie: Yes, absolutely.

Senator Goldstein: Do they deal with counterparty transactions?

Mr. Guthrie: They set it off by time, long versus short duration; they set it off by different clients, by virtue of the different approaches we are all using. That is not just an oversight; that is an actual profit-centred occupation. They are on it.

Mr. Kaul: They are probably the most regulated; the Market Regulation Services, RS, looks at the custodian, as well as the Montreal Exchange, the OSC, the IDA. Everybody regulates the custodian. That is where the primary control is in terms of the capital adequacy margin lending. They are very much regulated and they are the centre of where all the cash is flowing through.

Mr. Guthrie: Margin calls happen to us, as anyone else, just like in the long-only space, every day.

Senator Massicotte: Obviously, the sector is hot. I agree; it is another asset class, and I agree with allowing a lot of freedom. Let me make a hypothesis. Every 10 or 20 years we have a new theory or monetary policy and we find out 10 or 15 years later that it did not work. The way you look at it now is you cannot lose. You are obviously hedging. Suppose that five years from now this is a disaster. What is it that went wrong? I am not talking about fraud, which is hard. What is it that will have gone wrong if, five years from now, people are upset and governments are really clamping down harshly on your sector, which allows immense freedom, contrary to many other funds?

Mr. Guthrie: We already have opinions, so thank you for asking. The fact that capital will outrun the rest of us is the biggest part of this — that capital unfettered makes the world go too fast, as when a hedge fund restructures Stelco at its pace, as opposed to our pace. These are the important things we have to talk about here; and that is usually when the restrictions start to happen. Whether we are talking about private equity funds or hedge funds, when they participate in

Le sénateur Goldstein : Dites-nous quel est le rôle.

M. Guthrie : C'est leur capital. Leur rôle serait de surveiller le risque attribué à chacun de leurs clients, c'est-à-dire nous, dans un sens global. Cela s'appliquerait à leur bilan, comme c'est le cas de n'importe quelle autre banque. Dans ce cas, les courtiers de règlement disposent d'une allocation de risques pour le financement d'entreprises et les services bancaires d'investissement et quelque part dans les échelons supérieurs de la banque, il y a quelqu'un qui mesure ce budget de risques. Leur exposition est surveillée très étroitement.

Le sénateur Goldstein : Est-ce qu'ils fixent leurs propres risques?

M. Guthrie : Oui, absolument.

Le sénateur Goldstein : Est-ce qu'ils s'occupent de transactions de contrepartie?

M. Guthrie : Ils le fixent dans le temps, une durée longue par rapport à une durée courte; ils le fixent en fonction des différents clients, en vertu des différentes approches que nous utilisons tous. Ce n'est pas seulement une surveillance; il s'agit d'une véritable occupation axée sur le profit. Ils en profitent.

M. Kaul : Ce sont probablement ceux qui sont le plus réglementés; les Services de réglementation du marché, RS, examinent le gardien, ainsi que la Bourse de Montréal, la CVMO, l'ACCOVAM. Tout le monde réglemente le gardien. C'est là que se trouve le point de contrôle primaire en termes de prêt sur marge et de suffisance du capital. Ils sont hautement réglementés et constituent les centres par lesquels transitent toutes les liquidités.

M. Guthrie : Les appels de marge nous arrivent à nous aussi, comme à tout de monde, tout comme dans le secteur réservé à la position longue, tous les jours.

Le sénateur Massicotte : De toute évidence, le secteur est chaud. Je suis d'accord avec vous. Il s'agit d'une autre classe d'actifs, et je suis d'accord pour dire qu'il faut accorder beaucoup de liberté. Laissez-moi faire une hypothèse. Tous les 10 ou 20 ans, nous avons une nouvelle théorie pour une nouvelle politique monétaire et nous constatons 10 ou 15 ans plus tard que cela n'a pas fonctionné. La façon de voir les choses maintenant, c'est que vous ne pouvez pas perdre. Vous faites évidemment de la couverture. Supposons que dans cinq ans, il y a un désastre. Qu'est-ce qui a mal tourné? Je ne parle pas de fraude, ce qui est difficile. Qu'est-ce qui aura mal tourné si, dans cinq cas d'aujourd'hui, les gens sont bouleversés et que les gouvernements resserrent véritablement la vis sur votre secteur, qui permet une immense liberté, contrairement à de nombreux autres fonds?

M. Guthrie : Nous avons déjà des opinions, alors merci d'avoir posé la question. Le fait que le capital va plus vite que nous tous est la plus grande partie de cette question — ce capital sans entrave fait en sorte que le monde bouge trop rapidement, comme lorsque le fonds de couverture restructurent Stelco à son propre rythme, par opposition au nôtre. Il y a des choses importantes dont nous devons parler ici; et c'est habituellement à ce moment-là que les restrictions commencent à apparaître. Que nous parlions de fonds

corporate restructurings that affect real people at a faster timetable than most people can even imagine, that is when the push-back starts to happen.

Senator Massicotte: In other words, given that capital has no citizenship or feelings and given the lack of structure to it, it might not necessarily be in society's best interests. Is that what you are saying?

Mr. Guthrie: That is a very difficult thing to agree with, because there are huge benefits to having capital lead us certain places. We would not have built the Internet as quickly as we did without unfettered access to capital. Nortel went up and down, but along the way we built the Internet. It was not government spending that built it, so it got done.

It is difficult to balance those two, but you need both. You need capital to lead and you need people to say maybe it is too fast or maybe it is the wrong spot.

Senator Massicotte: Mr. Kangas, how would you answer that question?

Mr. Kangas: I guess there are two things. Is there some implosion of this growing hedge fund? One thing can be returns just eroding — not anyone's capital deteriorating, but the hedge fund managers cannot justify their higher fees.

Senator Massicotte: Because of competition?

Mr. Kangas: Everybody is in it; and they are all long-short or doing whatever, and there are no more returns for which investors are willing to pay a premium fee. There is no question the fees are higher in this than in a conventional index fund.

Senator Massicotte: I was looking for something very negative. I consider that to be good news, not bad news.

Mr. Kangas: That would change the industry. Capital would leave to find better returns. The other thing is that maybe for some of the investments — I think both you and Mr. Guthrie may be hinting at this — managers seeking a return are often called activist shareholders now, getting on to company boards because they perceive the company to be undervalued. It is much like the leveraged buyout, LBO, craze that we went through. Fire that management team, put a new team in, lever it up, fire a bunch of employees — are those good socially for us? Free markets tend to balance those out over time. Do you regulate that away? I do not know that you can.

de souscriptions privées ou de fonds de couverture, lorsqu'ils interviennent dans la restructuration d'entreprises qui touchent des personnes réelles dans un échéancier encore plus rapide que ce que la plupart des gens peuvent s'imaginer, c'est là que l'on commence à résister.

Le sénateur Massicotte : En d'autres mots, du fait que le capital n'a pas de citoyenneté ou de sentiments et étant donné son manque de structures, il pourrait ne pas être nécessairement dans l'intérêt de la société. Est-ce ce que vous dites?

M. Guthrie : Il est très difficile d'être d'accord avec vous, parce qu'il y a d'énormes avantages à laisser le capital nous amener à certains endroits. Nous n'aurions pas bâti l'Internet aussi rapidement que nous l'avons fait sans un accès sans entrave au capital. Nortel a fluctué, mais chemin faisant, nous avons bâti l'Internet. Ce n'est pas le gouvernement qui a dépensé son argent pour le bâtir, alors, cela s'est fait.

Il est difficile d'équilibrer ces deux éléments, mais vous avez besoin des deux. Vous avez besoin du capital pour prendre la tête et vous avez besoin de gens pour dire que, peut-être, c'est trop rapide ou que, peut-être, ce n'est pas au bon endroit.

Le sénateur Massicotte : Monsieur Kangas, comment répondriez-vous à cette question?

M. Kangas : Je suppose qu'il y a deux choses. Y a-t-il une implosion de ce fonds de couverture en croissance? Une chose, c'est peut-être des rendements qui s'érodent tout simplement — et non pas la détérioration du capital de quiconque, mais les gestionnaires de fonds de couverture ne peuvent justifier leurs frais plus élevés.

Le sénateur Massicotte : À cause de la concurrence?

M. Kangas : Tout le monde est dans le coup; mais ils sont tous dans la position longue-position courte ou faisant quoi que ce soit d'autre, et il n'y a plus de rendements pour lesquelles les investisseurs sont prêts à payer une prime. Il ne fait aucun doute que les frais sont plus élevés dans ce secteur que dans celui des fonds indiciels traditionnels.

Le sénateur Massicotte : Je suis à la recherche de quelque chose de très négatif. Je considère cela comme des bonnes nouvelles, et non des mauvaises.

M. Kangas : Cela changerait l'industrie. Le capital partirait pour trouver de meilleurs rendements. L'autre chose, c'est que peut-être que pour certains des investissements — je pense que vous et M. Guthrie pourriez faire allusion à cela —, des gestionnaires cherchant un rendement, qui sont souvent appelés des actionnaires activistes à l'heure actuelle, deviennent membre des conseils de direction des entreprises parce qu'ils perçoivent que l'entreprise est sous-évaluée. Cela ressemble beaucoup à la folie passagère des acquisitions par emprunt que nous avons connue. Congédiez cette équipe de gestionnaires, mettez en place une nouvelle équipe, relevez l'entreprise, congédiez un paquet d'employés —, est-ce que ce sont de bonnes choses pour nous au plan social? Les libres marchés ont tendance à équilibrer ces choses dans le temps. Est-ce que vous pouvez réglementer les choses pour que cela n'arrive pas? Je ne pense pas que vous puissiez le faire.

Mr. Guthrie: There is a natural equilibrium. It is not possible for all managers to successfully run hedge funds. If you are running a skill-based program, there is a maximum limit that the market can bear. If you need a certain skill set to create a gap between your good and your shorts, you maybe have a 10 per cent to 15 per cent maximum on the participants in the hedge funds, basically.

M. Guthrie : Il y a un équilibre naturel. Il n'est pas possible à tous les gestionnaires de gérer avec succès des fonds de couverture. Si vous exécutez un programme fondé sur les compétences, il y a une limite maximale que le marché peut accepter. Si vous avez besoin d'un certain ensemble de compétences pour créer un écart entre votre produit et votre position courte, vous avez peut-être un maximum de 10 à 15 p. 100 de participants dans le fonds de couverture, essentiellement.

The Chairman: I do apologize; we only have less than a half hour for our next witness. I only have one question, if you can answer it in one word; it is a key question. We heard from the derivatives market in Montreal that they have a clearing house, and a formula to hedge risks there. Would you fellows be in favour of a clearing house dealing with your business? If you want to consider the question, take a look at the transcript from the session with the Montreal Exchange. We went into this question extensively and we do not expect you to answer right away. You can come back and say yes, no or maybe.

Le président : Veuillez m'excuser; il nous reste moins d'une demi-heure pour notre prochain témoin. Je n'ai qu'une question, si vous pouvez y répondre en un mot; c'est une question clé. Nous avons entendu des représentants du marché des dérivés de Montréal dire qu'ils ont une chambre de compensation et une formule pour couvrir les risques là-bas. Est-ce que vous seriez en faveur d'une chambre de compensation dans votre secteur d'activité? Si vous voulez étudier la question, jetez un coup d'oeil sur la transcription de la réunion avec la Bourse de Montréal. Nous avons discuté de cette question en détail et nous ne nous attendons pas à une réponse immédiate de votre part. Vous pouvez nous répondre plus tard pour nous dire oui, non ou peut-être.

I want to thank your sons, Mr. Guthrie, for being so patient, intelligent and thoughtful. William is gone but Caleb is still here. We are delighted that they could come and spend the time with us without falling asleep. Thank you very much.

Je veux remercier vos fils, M. Guthrie, d'être aussi patients, intelligents et attentionnés. William est parti, mais Caleb est toujours présent. Nous sommes enchantés qu'ils aient pu venir passer du temps avec nous sans tomber endormis. Merci beaucoup.

Our next witness, Colleen Moorehead, is the president and CEO of Nexient Learning Inc. and the representative of a task force that is looking to modernize securities legislation in Canada. Welcome, Ms. Moorehead, and thank you for your patience.

Notre prochain témoin, Mme Colleen Moorehead, est présidente-directrice générale de Nexient Learning Inc. et est représentante du groupe de travail qui examine la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada. Soyez la bienvenue, madame Moorehead, et merci de votre patience.

Colleen Moorehead, President and CEO, Nexient Learning Inc. and Representative of the Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada: Thank you. I appreciate having a chance to speak to you on behalf of the Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada.

Colleen Moorehead, présidente-directrice générale, Nexient Learning Inc. et représentante du Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada : Merci. Je suis heureuse d'avoir l'occasion de vous parler au nom du Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

By way of background and context to my comments, 16 months ago the Investment Dealers Association, IDA, charged us with studying how we in Canada could modernize our securities regulation and how we could enhance or maintain the competitiveness of our capital markets. I was lucky enough to have the privilege to serve as a committee member on this task force, under Tom Allen's chairmanship, to work with some of the most respected experts in the capital markets — not just in Canada, but anywhere.

À titre d'information générale et de contexte pour mes observations, il y a 16 mois, l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, l'ACCVAM, nous a chargés d'étudier comment nous pourrions, au Canada, moderniser notre réglementation des valeurs mobilières et comment nous pourrions accroître ou maintenir la compétitivité de nos marchés financiers. J'ai eu assez de chance pour avoir le privilège de siéger à titre de membre d'un comité de ce groupe de travail, sous la présidence de M. Tom Allen, et de travailler avec certains des spécialistes les plus respectés dans le domaine des marchés financiers — non seulement au Canada, mais partout également.

A lot of work went into the project, and we had the benefit of unprecedented amounts of expert data to support and form the basis of our work. The culmination of this process was our report, which was called *Canada Steps Up*. We called it that because we wanted it to be more than just a report on the state of our capital

Beaucoup de travail a été consacré à ce projet et nous avons profité d'une quantité de données expertes sans précédent pour étayer et former la base de notre travail. Ce processus a culminé par la publication de notre rapport intitulé *Le Canada s'engage*. Nous l'avons intitulé ainsi parce que nous voulions qu'il soit

markets, or more than just a compendium of all those expert recommendations; we wanted it to be a call to action for the stakeholders.

The context of my comments is that we believe that in Canada there is a "made in Canada" discount that is holding us back. Currently, our capital markets are operating under a burden of cumbersome compliance regulations, uncoordinated, uneven enforcement and, frankly, too many investors who are not adequately informed. We called it the made-in-Canada discount because it undermines the value of our capital markets by increasing the cost of capital to Canadian issuers.

The crux of this report was to transform the made-in-Canada discount to a made-in-Canada premium. Specifically, we made 65 recommendations, and today I have been asked to address our recommendation on hedge funds. That is the context of the way the work was done.

As you know, hedge funds are a new and emerging product that can help make our markets more competitive. That was the context of the task force mandate. Simply put, the more products that are available for investors to choose, the greater investor participation and the more competitive our markets.

The other thing to note is that the hedge fund industry represents a highly valuable pool of talent in Canada's capital markets, which needs to be fostered and not discouraged from conducting legitimate operations in Canada. Therefore, we take the view that the pool of investors permitted should be as large as possible. We also take the view that investors should make investment choices within a regulatory framework that promotes transparency, investor protection and sound management and governance.

We believe that it is time to establish a regulatory framework to allow hedge funds to be sold to the public, just as the regulatory framework was created for mutual funds. Our recommendations were focused on retail investors and not the exempt market.

We made the point that hedge funds were formerly for the super wealthy. The average retail investor now sees them as potential investment products. Unfortunately, hedge funds are loosely regulated and poorly understood by many investors.

Up until now, there have been few offerings of hedge funds by way of prospectus. For all intents and purposes, members of the investing public who can invest in hedge funds are wealthy Canadians who meet the accredited investor definition under National Instrument 45-106 or who have the means of investing more than $150,000.

davantage qu'un simple rapport sur la situation de nos marchés financiers et davantage qu'un simple recueil de toutes ces recommandations d'experts; nous voulions qu'il soit un appel à l'action pour les intervenants.

Le contexte de mes observations, c'est que nous croyons qu'il existe au Canada un rabais « fait au Canada » qui nous retient. À l'heure actuelle, nos marchés financiers fonctionnent sous le fardeau d'une lourde réglementation en matière de conformité, non coordonnée, dont la mise en application est inégale et, franchement, un trop grand nombre d'investisseurs ne sont pas suffisamment informés. Nous avons appelé cela un rabais fait au Canada parce qu'il vient miner la valeur de nos marchés financiers en augmentant le coût des capitaux pour les émetteurs canadiens.

Le point saillant de ce rapport était de transformer le rabais fait au Canada en une prime faite au Canada. Plus spécifiquement, nous avons formulé 65 recommandations et aujourd'hui, on m'a demandé de parler de nos recommandations sur les fonds de couverture. Voilà le contexte qui entoure la façon dont le travail a été effectué.

Comme vous le savez, les fonds de couvertures sont des produits relativement nouveaux en émergence qui peuvent aider à rendre nos marchés plus compétitifs. C'était le contexte du mandat du groupe de travail. Pour dire les choses simplement, plus il y a de produits parmi lesquelles les investisseurs peuvent choisir, plus la participation des investisseurs sera grande et plus nos marchés seront compétitifs.

L'autre chose qu'il faut noter, c'est que l'industrie des fonds de couverture représente un bon nombre d'acteurs compétents sur les marchés financiers canadiens, et ces derniers doivent être encouragés, plutôt que découragés, à exercer des activités légitimes au pays. Par conséquent, nous sommes d'avis que le groupe d'investisseurs autorisés devrait être aussi étendu que possible. Nous sommes également d'avis que les investisseurs devraient faire des choix d'investissement dans un cadre réglementaire qui favorise la transparence, la protection de l'investisseur, la saine gestion et la saine gouvernance.

De croyons qu'il est temps d'établir un cadre réglementaire pour permettre la vente des fonds de couverture au grand public, tout comme un cadre de réglementation a été créé pour les fonds communs de placement. Nos recommandations sont centrées sur les épargnants et non sur le marché des opérations dispensées.

Nous avons indiqué qu'auparavant, les fonds de couverture étaient réservés aux personnes très fortunées. L'épargnant moyen les voit maintenant comme des produits d'investissement potentiels. Malheureusement, les fonds de couverture ne sont pas réglementés de manière très stricte et sont mal compris par de nombreux investisseurs.

Jusqu'à maintenant, il y a eu peu d'émissions de fonds de couverture au moyen d'un prospectus. À toutes fins pratiques, les sous-groupes d'investisseurs qui peuvent investir dans des fonds de couverture sont des Canadiens fortunés qui répondent à la définition d'investisseur qualifié au sens de la Norme canadienne 45-106 ou qui ont les moyens d'investir plus de 150 000 $.

One important variance to the above is with respect to principal protected notes, or PPNs. Currently, Canadian investors, regardless of wealth, are allowed to purchase complex structured investment products, such as principal protected notes, linked to hedge funds via the back door without the protections afforded by securities laws because they are structured as evidence of deposits and therefore are considered exempt securities. Direct investments in hedge funds, on the other hand, are limited to investors who qualify to purchase an exempt security — in other words, the wealthy. This state of affairs struck us as ill-advised and contradictory.

How, then, does the task force see the features of the new regulatory framework for hedge funds? In our view, it would focus on, first, transparent disclosure to help retail investors make informed decisions. That would include a number of elements: first, full disclosure of all performance, management, administrative, referral and other fees, including the compensation of the investment adviser and manager; second, a description of the relationship between the hedge fund manager, adviser, administrator, prime broker and appropriate cautionary language regarding conflicts of interest between them; third, mandatory disclosure of any side letter or other collateral agreements between the funds and investors who receive special fees or liquidity arrangements; fourth, a description of the mechanism by which funds assets are valued; fifth, a description of the fund structure and its investment strategies; and sixth, in the case of principal protected note products linked to hedge funds, a full description of the underlying investment incorporating all of the features listed above.

The second area of focus would be to provide better investor protection by first regulating the sale of principal protected notes where the economic value is based on the underlying hedge fund according to the nature of the underlying investment rather than according to the exempt character of the related principal protected note in which the investment is actually wrapped. It would allow sales to the exempt market but not treat the securities as an exempt security. Second, it would require all advisers selling hedge funds and other structured products to demonstrate that they understand these products by satisfying certain proficiency requirements. In other words, it is know your product.

Une variation importante par rapport à ce qui précède concerne les billets à capital protégé. À l'heure actuelle, les investisseurs canadiens, peu importe leur richesse, sont autorisés à acheter des produits d'investissement structurés complexes, comme les billets à capital protégé, qui sont liées au fond de couverture par la porte arrière sans les protections conférées par les lois sur les valeurs mobilières parce qu'ils sont structurés comme des titres constatant un dépôt et, par conséquent, sont considérés comme des titres dispensés. Par ailleurs, les investissements directs dans les fonds de couverture sont limités aux investisseurs qualifiés pour acheter des titres dispensés — en d'autres mots, les personnes fortunées. Cette situation nous apparaît mal avisée et contradictoire.

Alors, comment le groupe de travail voit-il les caractéristiques du nouveau cadre réglementaire pour les fonds de couverture? À notre avis, il devrait se concentrer, premièrement, sur une information transparente pour permettre aux épargnants de prendre des décisions éclairées. Cela devrait comprendre un certain nombre d'éléments : premièrement, la communication de l'information complète concernant tous les frais et toute la rémunération, notamment la rémunération au rendement, les frais de gestion, les frais administratifs et les commissions d'intermédiaire, y compris la rémunération du conseiller en placement et du gérant; deuxièmement, la description de la relation existante entre le gérant de fonds de couverture, le conseiller, l'administrateur et le courtier de règlement et l'inclusion d'une mise en garde appropriée au sujet de tout conflit d'intérêts entre eux; troisièmement, la communication obligatoire de toute contre-lettre ou d'autres conventions accessoires intervenues entre le fonds de couverture et les épargnants bénéficiant d'ententes particulières en matière de frais ou de liquidité; quatrièmement, la description du mécanisme permettant d'évaluer l'actif du fonds de couverture; cinquièmement, une description de la structure du fonds de couverture et de ses stratégies de placement; et sixièmement, dans le cas de billets à capital protégé liés à des fonds de couverture, une description complète du fonds de couverture et du fonds de fonds de couverture sous-jacent présentant toutes les caractéristiques indiquées ci-dessus.

Le deuxième domaine d'intérêt devrait être de fournir une meilleure protection à l'investisseur en réglementant d'abord la vente des billets à capital protégé dont la valeur économique est fondée sur un fond de couverture sous-jacent selon la nature du placement sous-jacent plutôt qu'en fonction de la dispense relative au billet à capital protégé connexe qui couvre le placement sous-jacent. Cela permettrait la vente sur le marché des opérations dispensées, mais ne permettrait pas de considérer les titres comme des titres dispensés. Deuxièmement, le cadre réglementaire exigerait que tous les conseillers qui vendent des fonds de couverture et d'autres produits structurés répondent à certaines exigences de compétence afin de s'assurer qu'ils comprennent adéquatement les produits qu'ils vendent. En d'autres mots, connaissez votre produit.

The third area of focus would be to increase regulatory oversight as to reduce the very real risk of inadequate capitalization, inappropriate internal controls and governance procedures.

Hedge funds are particularly vulnerable to operational risks associated with poor management, but there currently is no safeguard in place to ensure a hedge fund manager has adequate capitalization, appropriate internal controls or, at the most basic level, whether the manager's principals are fit to manage an investor's money. Accordingly, we recommend that consideration be given to the registration of hedge fund managers to ensure appropriate regulatory oversight of the manager as well as the fund's capitalization and governance procedures.

We are well aware that a similar U.S. proposal related to the registration of hedge fund advisers, not managers, met with resistance and judicial intervention. In Canada, as we know, advisers have been registered for a very long time.

The task force is recommending that all securities regulators in Canada undertake empirical and rigorous cost-benefit analysis on the introduction of any new rules. We have not undertaken — and the task force did not undertake — such an analysis and that should happen before any new rules are brought forward.

Those are my formal comments. I would be delighted to take your questions.

Senator Massicotte: I would like to ask you the same question I asked of another witness. Let us say that five years from now hedge funds hit the wall and people are upset and they lose money but not because of fraud. What is the weak point in the structure of hedge funds as it exists today?

Ms. Moorhead: The hedge fund asset class is an important asset class, an emerging asset class in Canada. Our recommendation revolved around access to that asset class in a framework that included disclosure. If disclosure, transparency, good governance procedures and controls are there, then based on the recommendation we made we think there would potentially be a lower likelihood of that type of outcome because there is a regulatory regime in which a retail investor is making an informed choice.

Senator Massicotte: Since you are concentrating on retail investors, I gather you are reasonably comfortable that the exempt provisions for the wealthy individual as currently defined are adequate and that they have no further need for fuller disclosure. Is that accurate?

Ms. Moorhead: That is accurate.

En troisième lieu, il faudrait s'employer à intensifier la surveillance réglementaire afin de réduire les risques très concrets associés à une structure du capital inadéquate, des contrôles internes inappropriés et des procédures de gouvernance déficientes.

Les fonds de couverture sont particulièrement vulnérables aux risques opérationnels découlant d'une mauvaise gestion, mais aucune mesure de protection ne permet de s'assurer que le gérant d'un fonds de couverture dispose d'une structure du capital adéquate, de contrôles internes appropriés ou, tout au moins, de gestionnaires aptes à gérer l'argent des investisseurs. En conséquence, nous recommandons que l'on envisage l'inscription des gérants de fonds de couverture afin d'assurer un niveau adéquat de surveillance par les organismes de réglementation à l'égard des activités du gérant, de la structure de son capital et de ses procédures de gouvernance.

Par ailleurs, nous sommes conscients qu'une proposition similaire, exigeant que les gérants des fonds de couverture soient inscrits à titre de conseillers aux États-Unis, a soulevé des réticences et a finalement été soumise à l'intervention du tribunal. Au Canada, comme nous le savons, les conseillers financiers sont assujettis à ce processus d'inscription depuis très longtemps déjà.

Le groupe de travail recommande que tous les organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada réalisent une analyse coûts-avantages rigoureuse avant la mise en œuvre de toute nouvelle réglementation. Nous n'avons pas procédé à une telle analyse — pas plus que le groupe de travail d'ailleurs — et cela devrait être fait avant que de nouvelles règles soient mises de l'avant.

Voilà qui termine mes remarques préliminaires. Je serais très heureuse de répondre à vos questions.

Le sénateur Massicotte : J'aimerais débuter avec la même question que j'ai déjà posée à un autre témoin. Supposons que dans cinq ans les fonds de couverture déraillent complètement et que les gens en viennent à regretter d'y avoir investi leurs économies, sans que cette situation ne soit attribuable à une fraude. Quel est le maillon faible de la structure des fonds de couverture dans leur forme actuelle?

Mme Moorhead : Les fonds de couverture constituent une classe d'actifs importante qui est en plein émergence au Canada. Notre recommandation visait notamment l'accès à ces fonds à l'intérieur d'un cadre prévoyant la divulgation de l'information. S'il y a divulgation, transparence, saines procédures de gouvernance et contrôles appropriés, nous estimons, dans le contexte de la recommandation que nous avons formulée, que les risques qu'une telle situation se produise seraient réduits étant donné que l'épargnant pourrait faire un choix éclairé à l'intérieur d'un cadre réglementaire.

Le sénateur Massicotte : Comme vous parlez surtout du public investisseur, j'en conclus que vous avez de bonnes raisons de croire que les dispenses prévues pour les investisseurs prospères tels que définies actuellement sont adéquates et n'exigent pas de modalités plus rigoureuses en matière de divulgation. Est-ce bien cela?

Mme Moorhead : C'est exact.

Senator Massicotte: In your mind, they are sophisticated enough. In spite of the fact that these funds have immense freedom and significant fees with immense leverage, they are okay, they are smart enough to know what they are getting into.

Le sénateur Massicotte : À votre avis, ces dispositions sont assez précises. Malgré le fait que ces fonds soient assortis d'une marge de manœuvre considérable et de frais importants qui ont un effet de levier énorme, il n'y a aucun problème; leurs gestionnaires sont suffisamment avisés pour savoir de quoi il en retourne.

Ms. Moorhead: When the task force reviewed it, we used external research. We used André Fok Kam and Wes Voorheis, who also did some work on the two particular incidents in Canada.

Based on the research, we concluded that the informed investor, the sophisticated, institutional investor, is making decisions and has the ability to do a deep due diligence. Our view is that hedge funds continue to be an important asset class globally. Having access to that with the suggested regulatory regime is what we should do to modernize our markets. Our markets are global. We compete globally for assets.

Mme Moorhead : Pour l'examen de ces questions, notre groupe de travail a fait appel à des experts conseils de l'extérieur. Nous avons eu recours à André Fok Kam et Wes Voorheis, qui se sont également penchés sur les deux incidents survenus au Canada.

À la lumière de leurs travaux, nous avons conclu que l'investisseur bien avisé, l'investisseur institutionnel, est capable de prendre des décisions en faisant montre de toute la diligence voulue. Nous estimons que les fonds de couverture demeurent une classe d'actifs importante à l'échelle planétaire. Pour moderniser nos marchés, il nous faut offrir l'accès à ces actifs à l'intérieur du régime réglementaire proposé. Nos marchés sont mondiaux. C'est la concurrence mondiale que nous devons soutenir pour avoir accès à ces actifs.

Senator Massicotte: You talk about the public offering of hedge funds. My understanding is that any public offering of securities needs to go by way of prospectus. You basically list six items which should be disclosed on that prospectus. I am not an expert on that, but I gather that the current requirements by the securities commission on prospectus would not have provided those five issues; is that right? I would have thought the prospectus as currently structured would have provided that information. I gather that is not the case, or you would not have recommended it.

Le sénateur Massicotte : Vous parlez de l'offre publique de fonds de couverture. J'ai toujours cru que toute offre publique de valeurs mobilières exigeait l'émission d'un prospectus. Vous énumérez six éléments qui doivent apparaître dans ce prospectus. Je ne suis pas expert en la matière, mais j'en conclus que ces éléments ne sont pas compris dans les exigences actuelles de la Commission des valeurs mobilières concernant les prospectus. Est-ce que je me trompe? J'aurais pensé que ces informations se seraient retrouvées dans le prospectus tel que structuré actuellement. Je suppose que ce n'est pas le cas, sinon vous n'auriez pas fait cette recommandation.

Ms. Moorhead: I want to be careful to answer that question correctly.

The retail customer accesses the asset class today predominantly through principal protected notes. That asset class, for retail participants, does not have the safeguards that you have just listed.

Mme Moorhead : Je vais prendre bien soin de répondre correctement à cette question.

À l'heure actuelle, le public investisseur a généralement accès à cette classe d'actifs par le truchement de billets à capital protégé. Pour l'épargnant investisseur, cette classe d'actifs n'offre donc pas les protections que vous venez d'énumérer.

Senator Massicotte: My understanding is that that is only because the banks are the principal distributor. Given that they are regulated under the Bank Act and not under the securities commission, that is why there is no prospectus; is that right?

Le sénateur Massicotte : Je pense que cela est uniquement attribuable au fait que les banques jouent le rôle de placeur principal. Elles sont régies par la Loi sur les banques, plutôt que par la réglementation de la Commission des valeurs mobilières, et c'est ce qui explique l'absence de prospectus. Est-ce bien cela?

Ms. Moorhead: That is the form versus substance argument, yes. That is where retail is investing today.

Mme Moorhead : C'est l'argument de la forme par rapport au fond, effectivement. C'est l'avenue qu'emprunte le public investisseur aujourd'hui.

Senator Goldstein: Are you aware of whether there would be any resistance on the part of banks for the principal protected notes to be subject to registration and a prospectus? Did your task force canvass that issue?

Le sénateur Goldstein : Savez-vous si les banques s'opposeraient d'une manière ou d'une autre à ce que les billets à capital protégé soient soumis au processus d'inscription et exigent l'émission d'un prospectus? Est-ce que votre groupe de travail s'est penché sur la question?

Ms. Moorhead: I am not aware of a specific response from the banking community on that.

Mme Moorhead : Je n'ai pas eu connaissance que le milieu bancaire se soit prononcé à ce sujet.

As part of the task force consultation, we had an open forum facilitated by André Fok Kam. We had representatives from prime brokers, custodians and bank representation, and there was an open dialogue around principal protected notes.

Senator Goldstein: Was there no specific concern about resistance on the part of the chartered banks?

Not that chartered banks really market those things, but on the part of others who are marketing them? I am thinking for instance of the situation of Portus where they were essentially a marketing operation that purported to market principal protected notes but they were not principal protected notes at all, as I understand it.

Ms. Moorehead: Right.

Senator Goldstein: They were regulated by the OSC, yet they were giving a 4 per cent commission, as I understand it, to people selling these products. The products were sold to people who perhaps did not understand what they were buying. They thought they were buying principal protected notes but they were not.

That was a regulated, registered operation which somehow escaped appropriate scrutiny. How does one avoid that?

Ms. Moorehead: Mr. Voorheis wrote a good report on the Portus situation. Clearly there were a number of issues in the Portus file. Some of them related to whether investments were actually made, whether there were control procedures in place, whether or not the adviser was making investment decisions under a blind or an investment council right.

I think Portus is a good example for us to review regarding whether, if retail investors are to participate in this asset class, there needs to be disclosure protection and all of the things I outlined in my opening comments. It does not say that fraud cannot occur in the capital markets, just that there is a regulatory regime and a scrutiny process that allows issues to bubble to the surface.

Senator Goldstein: In the previous presentation, one of the presenters spoke about moving to a principles-based regulation and to use the example of the financial services authority in the U.K. for that purpose. According to this news release furnished to us, there is a rule book, which they intend to replace on November 1, 2007; the previous presenter suggested to us that that would be an adequate type of regulation, as I understood him.

Ms. Moorehead: As part of our deliberations, we met with people in the U.K. I do understand what they have done. As well we met with people in the U.S. I would say our recommendations around retail also include the obligations of the people distributing and providing advice to know the product. Some of

Dans le cadre des consultations menées par notre groupe de travail, une tribune libre a été animée par André Fok Kam. Nous avons eu une discussion ouverte au sujet des billets à capital protégé avec des représentants des firmes de courtage privilégié, des dépositaires de fonds et des banques.

Le sénateur Goldstein : S'est-on interrogé au sujet de la réticence que pourraient avoir les banques à charte?

Comme il est vrai que les banques à charte ne commercialisent pas vraiment ces billets, disons plutôt une réticence de la part de ceux qui le font. Je pense notamment au cas de Portus où l'on menait en fait une opération de mise en marché visant à promouvoir les billets à capital protégé, alors qu'il ne s'agissait pas du tout de tels billets, si j'ai bien compris.

Mme Moorhead : C'est exact.

Le sénateur Goldstein : Sous la réglementation de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, on accordait tout de même une commission de 4 p. 100, je crois, aux gens qui vendaient ces produits. Ceux-ci ont été vendus à des gens qui ne comprenaient peut-être pas exactement ce qu'ils achetaient. Ils croyaient faire l'acquisition de billets à capital protégé, mais ce n'était pas le cas.

Vous parliez ici d'une opération assujettie à la réglementation et au processus d'inscription qui, pour une raison ou une autre, n'a pas été soumise aux examens appropriés. Comment peut-on éviter cela?

Mme Moorhead : M. Voorheis a rédigé un rapport bien étayé sur le cas Portus. De toute évidence, il y avait un certain nombre de questions à régler dans ce dossier. On se demandait notamment si les investissements avaient vraiment été effectués, si les procédures de contrôle requises étaient en place, si le conseiller prenait les décisions d'investissement sans droit de regard ou suivant les règles d'un conseil des investissements.

Je crois que Portus est un cas intéressant à examiner pour nous en vue de déterminer, dans l'éventualité où le public investisseur aurait accès à cette classe d'actifs, s'il est nécessaire de prévoir des mesures de divulgation et tous les autres éléments que j'ai fait valoir dans ma déclaration préliminaire. Je ne veux pas dire par là qu'il ne peut pas y avoir de fraude sur les marchés financiers, mais simplement que le régime réglementaire et le processus d'examen en place permettent de mettre au jour les problèmes qui se présentent.

Le sénateur Goldstein : Un témoin qui vous a précédé nous a parlé de l'adoption d'une réglementation axée sur des principes en s'inspirant à cette fin de l'exemple de l'autorité des services financiers au Royaume-Uni. Selon ce communiqué qui nous a été transmis, il existe un livre de règlements que l'on compte remplacer le 1er novembre 2007; le témoin en question a laissé entendre que ce serait une réglementation qui conviendrait, si je l'ai bien compris.

Mme Moorhead : Dans le cadre de nos travaux, nous avons rencontré des gens du Royaume-Uni. Je comprends bien ce qu'ils ont fait là-bas. Nous avons également parlé à des gens des États-Unis. Je dirais que nos recommandations concernant l'accès pour les épargnants prévoient également une obligation de connaître le

the rules in that principles-based discussion are around segregation of duties, pricing by a third party, that type of thing. We said that it would be an asset class that retail investors should be able to participate in, subject to having those principles in place.

In Canada the precedents are generally rules-based. We are not commenting on the regulatory framework. We are talking about whether there should be one, not whether it should be rules-based or principles-based.

Senator Goldstein: Let me tell you why I am asking the question. On the same day that the financial services authority published proposals for moves to principles-based regulations, an article by Marietta Cauchi appeared in the *Wall Street Journal*. The article said that the U.K. financial regulator has warned of risks to financial markets posed by the multi-billion dollar private equity industry, particularly through excessive leverage levels and subsequent trading in debt and credit markets.

The Financial Services Authority said it planned to step up surveillance of both issues, and yet the same Financial Services Authority said we will be okay with principles-based regulations, although they seemed to say that they are not quite ready to deal with the hedge market generally through the suggestions made earlier the same day. I find that very confusing, given that the previous witnesses said essentially that a move to principles-based regulation would be okay. That would satisfy all the needs for surveillance. Do you agree with that?

Ms. Moorehead: I do think it is dealing with two very different issues. I start with that comment. The U.K. is already a principles-based regulatory regime to start, so it is not inconsistent that they would follow on along that line. The second thing you are talking about is whether or not there is systemic risk in the asset class. The task force did not speak to systemic risk specifically, although André Fok Kam does discuss it briefly in his report.

Systemic risk and the monitoring of that risk and having the controls in the system do not necessarily need to be done in the regulatory framework. When we look at how it is done in North America or in Canada, the view to systemic risk in the capital markets generally is held by a different jurisdiction, if you will. It is really two separate things.

As to what the past speaker said as to whether or not that is sufficient, good controls for systemic risk reduce the risk of systemic risk. Good compliance to a principles-based regulation has been effective in the U.K., as rules-based regulation has in the U.S.

produit pour les gens qui en font la distribution et qui fournissent les conseils. Le régime fondé sur des principes comprend notamment des règles touchant la séparation des tâches et l'établissement du prix par un tiers. Nous avons affirmé que le public investisseur devrait avoir accès à cette classe d'actifs, pour autant que de tels principes soient appliqués.

Au Canada, les régimes de ce genre ont traditionnellement été fondés sur des règles. Nous ne formulons pas de commentaire au sujet du cadre réglementaire. Nous nous demandons simplement s'il devrait y en avoir un, peu importe qu'il soit basé sur des règles ou sur des principes.

Le sénateur Goldstein : Je vais vous dire pourquoi je pose la question. Le jour même où l'autorité des services financiers a rendu publiques les propositions en vue de l'adoption d'un régime axé sur des principes, un article de Marietta Cauchi a été publié dans le *Wall Street Journal*. On pouvait lire dans cet article, que l'autorité de réglementation financière du Royaume-Uni avait sonné l'alarme quant aux risques que posait pour les marchés financiers l'industrie de plusieurs milliards de dollars que représente le marché des souscriptions privées, notamment en raison des effets de levier excessifs et des transactions subséquentes sur les marchés de la dette et du crédit.

L'autorité des services financiers a fait part de son intention d'accroître la surveillance à l'égard de ces deux aspects, et la même autorité des services financiers a aussi dit qu'une réglementation axée sur des principes sera suffisante pour nous, même si les propositions faites le jour-même semblaient laisser entendre que l'on ne soit pas encore prêts à superviser le marché des fonds de couverture d'une manière générale. Il m'apparaît très difficile d'y voir clair, étant donné que les témoins précédents ont pour ainsi dire affirmé que nous pourrions très bien adopter une réglementation basée sur des principes. Toutes les exigences en matière de surveillance pourraient ainsi être remplies. Êtes-vous d'accord avec cette affirmation?

Mme Moorehead : Je pense que l'on parle ici de deux questions très différentes. Permettez-moi d'abord une observation. Le Royaume-Uni utilise déjà un régime de réglementation fondé sur des principes, alors il ne faut pas s'étonner que l'on souhaite poursuivre dans le même sens. Il faut par ailleurs se demander si cette classe d'actifs présente ou non un risque systémique. Le groupe de travail ne s'est pas intéressé directement à cette question, mais André Fok Kam en traite brièvement dans son rapport.

La surveillance du risque systémique et la mise en place des mesures de contrôle requises dans le système ne doivent pas nécessairement passer par le cadre réglementaire. Lorsqu'on examine la situation en Amérique du Nord ou au Canada, on constate que c'est un mécanisme différent qui s'occupe de la surveillance du risque systémique sur les marchés financiers d'une manière générale. Il s'agit vraiment de deux choses distinctes.

Quant aux interrogations de l'autre intervenant à savoir si ces mesures sont suffisantes, il faut dire que des contrôles efficaces permettent de réduire le risque systémique. L'observation étroite d'une réglementation fondée sur des principes a donné de bons résultats au Royaume-Uni et il en a été de même aux États-Unis avec un régime axé sur des règles.

Senator Goldstein: As hedge funds become more available to Mr. John Brown on the corner of the street and less institutional, we and regulators have to become more concerned about appropriate supervision, control, surveillance and knowledge. I got the feeling from the previous presentation and others that within the industry there is no great consciousness of that need. They are saying, "We know what we are doing, we are careful, we understand the situation. Do not worry about it; trust us."

Le sénateur Goldstein : Plus les fonds de couverture perdront leur caractère institutionnel pour devenir davantage accessibles aux petites épargnants, plus nous devrons, et cela inclut les organes de réglementation, nous préoccuper de la qualité des mesures de surveillance, de contrôle et d'information en place. À la lumière de l'exposé précédent et d'autres interventions, j'ai l'impression que l'industrie n'est pas très sensibilisée à cette nécessité. Ces gens nous disent qu'ils savent ce qu'ils font, qu'ils sont prudents, qu'ils comprennent bien la situation, que nous aurions tort de nous inquiéter et que nous devons leur faire confiance.

Ms. Moorehead: Again, the task force recommended that if a retail investor is to be given access to that asset class, it should be in a regulatory framework that preaches as stated. If that were the case, then we would support it.

Mme Moorehead : Je répète que le groupe de travail a recommandé que l'accès à cette classe d'actifs, s'il est ouvert au public investisseur, soit offert à l'intérieur d'un cadre réglementaire offrant les protections requises. Si tel était le cas, nous y serions favorables.

[*Translation*]

Senator Hervieux-Payette: I will speak in French. For our Quebec audience, it is nice to hear the other language spoken on occasion.

I have a question for you. When a regulated product is available to all investors in the market, is the same product already available under the same conditions in other markets, whether in England, the United States or Hong Kong? In other words, have these countries made hedge funds available to the general investing public?

[*Français*]

Le sénateur Hervieux-Payette : Je vais parler français. Pour notre auditoire du Québec, cela fait du bien d'entendre une autre langue de temps à autre.

Ma question est la suivante. Lorsque le produit réglementé est accessible à tous les investisseurs sur le marché, est-ce que ce produit existe déjà dans ces conditions sur d'autres marchés, que ce soit en Angleterre, aux États-Unis ou à Hong Kong? En d'autres mots, est-ce que ces pays ont rendu les fonds de couverture disponibles au grand public investisseur?

[*English*]

Ms. Moorehead: In our research, which André Fok Kam talks about in the report or subsequent to it, our view was that Singapore was a regulatory regime allowing access to hedge funds through a retail regime. It was interesting for the task force to look at how they approached mutual funds first and then hedge funds as an extension of the asset class.

[*Traduction*]

Mme Moorehead : Dans nos travaux, et André Fok Kam en a parlé dans le rapport ou par la suite, nous avons estimé que Singapour offrait un régime réglementaire permettant l'accès aux fonds de couverture pour les petits épargnants. Le groupe de travail a d'ailleurs constaté avec intérêt que Singapour avait d'abord considéré les fonds mutuels avant de s'intéresser aux fonds de couverture en guise de prolongement de cette classe d'actifs.

[*Translation*]

Senator Hervieux-Payette: Does the lack of a regulatory framework — an initiative that you are recommending — present a risk to the market, even though the current clientele is supposedly sophisticated and well-heeled? Do you take into account the sad stories that have emerged as a result of the major setbacks suffered by the Amaranth energy hedge funds?

Do we need a regulatory framework if small investors do not have access to hedge funds?

[*Français*]

Le sénateur Hervieux-Payette : L'absence d'un cadre réglementaire — cadre que vous recommandez — représente-t-il un risque pour le marché même si la clientèle actuelle est supposément éduquée et fortunée? Tenez-vous compte des tristes histoires qui ont résulté des déboires assez importants des fonds de couverture en énergie Amaranth?

Si on ne va pas au fond pour les petits investisseurs, même sans eux, avons-nous besoin d'un cadre réglementaire?

[*English*]

Ms. Moorehead: The task force did not comment on that. We commented specifically on retail access, because we believed that that would increase the competitiveness of our capital market, which was the mandate. We were also attempting to harmonize relative to other marketplaces. If retail participated in a fund that invested — I will not speak about Amaranth — if

[*Traduction*]

Mme Moorehead : Le groupe de travail n'a pas formulé d'observations à ce sujet. Nous avons parlé plus précisément de l'accès pour le public investisseur parce que nous estimons que cela pourrait rendre nos marchés financiers plus concurrentiels, ce qui était l'objectif visé. Nous nous efforcions également d'en arriver à une certaine harmonisation par rapport aux

the processes were followed, and if there was clarity around capitalization, the reporting requirements and the method of investing, I cannot say what the outcome would be; but there would be clarity.

autres marchés. Si un épargnant contribue à un fonds qui fait des placements — et je ne parlerai pas ici d'Amaranth —, si les processus établis sont suivis et si tout est clair quant à la capitalisation, aux rapports exigés et à la méthode d'investissement, je ne peux pas vous dire quel sera le résultat, mais je puis vous assurer qu'il n'y aura pas de confusion.

[*Translation*]

Senator Hervieux-Payette: My sense is that these funds cover virtually every type of investment, which can be quite varied.

According to your investigation, are fund distributed only to very large corporations, or do you think that one of the structural problems in Canada is that SMEs do not have ready access to these funds, both equity and liability types. It is difficult for them to access such funds to ensure growth. In terms of fund accessibility and distribution, have you considered the possibility of having to share the risks associated with smaller groups of companies that could prove very attractive as potential hedge fund clients? They could potentially experience significant growth, while these funds could minimize risk. Many SMEs would gain access to capital that is currently unavailable to them.

There do not appear to be many financial vehicles that allow major investors like banks as well as private investors to invest in SMEs here in Canada.

[*Français*]

Le sénateur Hervieux-Payette : Mon impression est que ce genre de fonds couvre à peu près tous les types de placements. Ils sont différents et très variés.

Selon votre enquête, pour ceux qui reçoivent les fonds, est-ce que cela s'adresse seulement aux très grandes corporations ou si vous pensez qu'un des problèmes structurels au Canada est que les petites et moyennes entreprises ont difficilement accès, spécialement autant de l'équité que de la dette? C'est difficile pour eux d'avoir accès pour assurer la croissance. Et-ce que cet aspect de l'accessibilité des fonds, pas des investisseurs mais de ceux qui reçoivent les fonds, avez-vous regardez la possibilité d'avoir à partager des risques d'un groupe d'entreprises plus petites qui pourraient vous présenter pour les fonds de couverture un attrait intéressant, puisque la croissance pourrait être très importante mais en minimisant les risques par le biais de ce fonds? Plusieurs titres de petites et moyennes entreprises, qui auraient accès à du capital auquel elles n'ont pas accès présentement.

Il ne semble pas y avoir beaucoup de véhicules financiers où autant les grands investisseurs, comme les banques ou les investisseurs privés peuvent investir dans la PME ici au Canada.

[*English*]

Ms. Moorehead: At the very basic level, or at the bottom of the capital markets pyramid, is access to capital. The more access there is to capital, the more funds there are available to invest in Canadian companies. No matter what size those companies are, they can prosper. That is one of the very important elements of the work of the task force. If investors were able to access, through hedge funds, one of things we talked about in the retail regime that allows retail investors indirectly, then they would disclose their investment strategy. They would do that as part of the know-your-client-know-your-investment category. We believe that access to capital in Canada is great and positive.

The task force has 65 recommendations and only five of them are on hedge funds. Many of the other 60 deal with how to reduce that discount in Canada, and that is important. Anything we can do to drive capital to companies that are under-funded or want to grow is a good thing.

[*Traduction*]

Mme Moorehead : Tout à fait à la base de la pyramide des marchés financiers, on trouve l'accès au capital. Plus l'accès au capital est facile, plus on dispose de fonds pour investir dans les entreprises canadiennes. Peu importe la taille de ces entreprises, il leur est alors possible de prospérer. C'est l'un des éléments très importants du travail effectué par le groupe. Si l'accès aux marchés est possible via les fonds de couverture, l'un des mécanismes envisagés au sein du régime pour permettre indirectement la participation du public investisseur, alors la stratégie de l'investissement serait divulguée. Cela s'inscrirait dans la volonté commune de connaître ses clients et de faire en sorte que ceux-ci connaissent leurs investissements. Et nous estimons que l'accès au capital est tout à fait indispensable au Canada.

Le groupe de travail a formulé 65 recommandations et seulement cinq d'entre elles portent sur les fonds de couverture. Bon nombre des 60 autres traitent de la manière de réduire cette moins-value au Canada et c'est un aspect très important. Toutes les mesures que nous pouvons prendre pour que les entreprises sous-financées aient accès au capital afin de soutenir leur croissance constituent autant de pas en avant.

The Chairman: I will end on that note. As you might recall, the committee did a report on productivity. Currently, in listening carefully to this emerging business, we are trying to balance consumer protection and risk assessment with

Le président : J'ai une question pour conclure. Vous vous en souviendrez peut-être, notre comité a produit un rapport sur la productivité. Si l'on examine bien ce nouveau marché en émergence, il semble que nous nous efforcions de trouver le

productivity while allowing capital to move swiftly and be agile in order to attract more capital into the market and to make it more liquid.

I have one question. In your study, did you examine the productivity consequences if the regime were to bear the additional regulatory elements that you recommended?

Ms. Moorehead: No, not specifically. The task force deals with many things around productivity but nothing about the hedge fund specifically.

The Chairman: I will raise one last question. Senator Angus and I have been both thinking about the question of a clearing house. Did the task force look at the question of a clearing house similar to the one that the derivative markets have to accumulate and calculate risk on a systemic basis throughout the industry?

Ms. Moorehead: I am familiar with the concept.

The Chairman: Would you look at that question?

Ms. Moorehead: We would have looked at it as part of our deliberations. We would have had submissions from the Montreal exchange as well as from the Department of Finance.

The Chairman: Did you opine on the question?

Ms. Moorehead: We did not opine on the question.

The Chairman: Thank you. If there are no further questions, I thank the witnesses for their patience and their testimony. The information has been elucidating.

The committee adjourned.

juste équilibre entre la protection du consommateur via l'évaluation des risques et la productivité, tout en permettant une libre circulation des capitaux afin d'attirer de nouveaux investisseurs sur le marché et d'en accroître la liquidité.

Voici donc ma question. Dans le cadre de votre étude, avez-vous examiné les conséquences en matière de productivité si le régime devait intégrer les éléments réglementaires additionnels que vous recommandez?

Mme Moorehead : Non, pas directement. Le groupe de travail s'est intéressé à différents aspects entourant la productivité, mais pas spécialement dans le contexte des fonds de couverture.

Le président : J'aurais une toute dernière question. Le sénateur Angus et moi-même avons tous deux envisagé la création possible d'un bureau central de l'information. Est-ce que le groupe de travail s'est penché sur la possibilité d'instaurer un tel mécanisme comme c'est le cas pour le marché des instruments dérivés afin de permettre la compilation de données et l'évaluation du risque systémique dans toute l'industrie?

Mme Moorehead : Je connais bien le concept.

Le président : Vous êtes-vous penchés sur la question?

Mme Moorehead : Nous l'avons abordée dans le cadre de nos discussions. Nous avons eu des présentations à ce sujet de la part de la Bourse de Montréal ainsi que du ministère des Finances.

Le président : Vous êtes-vous prononcés à ce sujet?

Mme Moorehead : Nous ne l'avons pas fait.

Le président : Merci. S'il n'y a pas d'autres questions, je remercie nos témoins pour leur patience et pour leurs commentaires. Vous nous avez fourni des informations très utiles.

La séance est levée.

Wednesday, November 8, 2006

BluMont Capital:

Stephen J. Kangas, President.

Hillsdale Investment Management Inc.:

Christopher Guthrie, President;

Arun Kaul, Chief Operating Officer.

Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada:

Colleen Moorehead, President and CEO, Nexient Learning Inc. and Representative of the Task Force.

Le mercredi 8 novembre 2006

BluMont Capital :

Stephen J. Kangas, président.

Hillsdale Investment Management Inc. :

Christopher Guthrie, président;

Arun Kaul, chef des opérations.

Groupe de travail pour la modernisation de la réglementation des valeurs mobilières au Canada :

Colleen Moorehead, présidente-directrice générale, Nexient Learning Inc. et représentante du Groupe de travail.

MAIL POSTE
Canada Post Corporation/Société canadienne des postes
Postage paid Poste-payé
Lettermail Poste-lettre
1782711
OTTAWA

If undelivered, return COVER ONLY to:

Public Works and Government Services Canada –
Publishing and Depository Services
Ottawa, Ontario K1A 0S5

En cas de non-livraison,
retourner cette COUVERTURE SEULEMENT à:

Travaux publics et Services gouvernementaux Canada –
Les Éditions et Services de dépôt
Ottawa (Ontario) K1A 0S5

WITNESSES

Wednesday, November 1, 2006

Autorité des marchés financiers:

Jean St-Gelais, President and CEO.

Ontario Securities Commission:

David Wilson, Chair.

Department of Finance Canada:

Serge Dupont, Assistant Deputy Minister;

Jeremy Rudin, General Director.

Thursday, November 2, 2006

Montreal Exchange:

Léon Bitton, Vice-President, Research and Development;

Jacques Tanguay, Vice-President, Regulatory Division.

Front Street Capital:

Gary P. Selke, President.

(*Continued on previous page*)

TÉMOINS

Le mercredi 1er novembre 2006

Autorité des marchés financiers :

Jean St-Gelais, président-directeur général.

Commission des valeurs mobilières de l'Ontario :

David Wilson, président.

Ministère des Finances Canada :

Serge Dupont, sous-ministre adjoint;

Jeremy Rudin, directeur général.

Le jeudi 2 novembre 2006

Bourse de Montréal :

Léon Bitton, vice-président, Recherche et développement;

Jacques Tanguay, vice-président, Division de la réglementation.

Front Street Capital :

Gary P. Selke, président.

(*Suite à la page précédente*)

Available from:
PWGSC – Publishing and Depository Services
Ottawa, Ontario K1A 0S5
Also available on the Internet: http://www.parl.gc.ca

Disponible auprès des:
TPGSC – Les Éditions et Services de dépôt
Ottawa (Ontario) K1A 0S5
Aussi disponible sur internet: http://www.parl.gc.ca