



First Session
Thirty-ninth Parliament, 2006-07

SENATE OF CANADA

*Proceedings of the Standing
Senate Committee on*

Banking, Trade and Commerce

Chair:

The Honourable JERAHMIEL S. GRAFSTEIN

Wednesday, April 25, 2007
Thursday, April 26, 2007

Issue No. 21

Eleventh and twelfth meetings on:

The present state of the domestic
and international financial system

WITNESSES:
(See back cover)

Première session de la
trente-neuvième législature, 2006-2007

SÉNAT DU CANADA

*Délibérations du Comité
sénatorial permanent des*

Banques et du commerce

Président :

L'honorable JERAHMIEL S. GRAFSTEIN

Le mercredi 25 avril 2007
Le jeudi 26 avril 2007

Fascicule n° 21

Onzième et douzième réunions concernant :

La situation actuelle du régime
financier canadien et international

TÉMOINS :
(Voir à l'endos)

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	* LeBreton, P.C.
Eyton	(or Comeau)
Fitzpatrick	Massicotte
Goldstein	Meighen
Harb	Moore
* Hervieux-Payette, P.C.	Ringuette
(or Tardif)	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 Segal (*April 19, 2007*).

The name of the Honourable Senator Goldstein substituted for that of the Honourable Senator Cordy (*April 23, 2007*).

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	* LeBreton, C.P.
Eyton	(ou Comeau)
Fitzpatrick	Massicotte
Goldstein	Meighen
Harb	Moore
* Hervieux-Payette, C.P.	Ringuette
(ou Tardif)	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 Segal (*le 19 avril 2007*).

Le nom de l'honorable sénateur Goldstein est substitué à celui de l'honorable sénateur Cordy (*le 23 avril 2007*).

ORDER OF REFERENCE

Extract from the *Journals of the Senate*, Thursday, March 29, 2007.

The Senate resumed debate on the motion of the Honourable Senator Mitchell, seconded by the Honourable Senator Trenholme Counsell, for the second reading of Bill C-288, An Act to ensure Canada meets its global climate change obligations under the Kyoto Protocol.

After debate,

The question being put on the motion, it was adopted, on division.

The bill was then read the second time, on division.

The Honourable Senator Mitchell moved, seconded by the Honourable Senator Hubley, that the bill be referred to the Standing Senate Committee on Energy, the Environment and Natural Resources.

The question being put on the motion, it was adopted.

ORDRE DE RENVOI

Extrait des *Journaux du Sénat* du jeudi 29 mars 2007.

Le Sénat reprend le débat sur la motion de l'honorable sénateur Mitchell, appuyée par l'honorable sénateur Trenholme Counsell, tendant à la deuxième lecture du projet de loi C-288, Loi visant à assurer le respect des engagements du Canada en matière de changements climatiques en vertu du Protocole de Kyoto.

Après débat,

La motion, mise aux voix, est adoptée avec dissidence.

Le projet de loi est alors lu la deuxième fois, avec dissidence.

L'honorable sénateur Mitchell propose, appuyé par l'honorable sénateur Hubley, que le projet de loi soit renvoyé au Comité sénatorial permanent de l'énergie, de l'environnement et des ressources naturelles.

La motion, mise aux voix, est adoptée.

Le greffier du Sénat,

Paul C. Bélisle

Clerk of the Senate

MINUTES OF PROCEEDINGS

OTTAWA, Wednesday, April 25, 2007
(40)

[English]

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met at 4:15 p.m., this day, in room 160-S, Centre Block, the Chair, the Honourable Jerahmiel S. Grafstein, presiding.

Members of the committee present: The Honourable Senators Angus, Biron, Eyton, Goldstein, Grafstein, Massicotte, Moore, Ringuette and Tkachuk (9).

In attendance: June Dewetering and Philippe Bergevin, Analysts, 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

WITNESS:

Sprott Asset Management Inc.

Eric Sprott, Chief Executive Officer.

At 4:15 p.m., Mr. Sprott made a statement and answered questions.

At 5:50 p.m., the committee sat in camera pursuant to rule 92(2)(e) to consider a draft future agenda.

The Chair informed the members of the committee on the upcoming meetings and offered as possible dates for the trip to Washington May 29 to May 31, 2007.

It was agreed that concerning the study on interprovincial trade barriers, traveling be postponed to the fall and that a request be made to the Senate by the Chair for an extension of the reporting date of the study.

The Chair informed the members of the committee on the possible upcoming legislation.

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

ATTEST:

OTTAWA, Thursday, April 26, 2007
(41)

[English]

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met at 10:50 a.m., this day, in room 9, Victoria Building, the Chair, the Honourable Jerahmiel S. Grafstein, presiding.

PROCÈS-VERBAUX

OTTAWA, le mercredi 25 avril 2007
(40)

[Traduction]

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui, à 16 h 15, dans la salle 160-S de l'édifice du Centre, sous la présidence de l'honorable Jerahmiel S. Grafstein (*président*).

Membres du comité présents : Les honorables sénateurs Angus, Biron, Eyton, Goldstein, Grafstein, Massicotte, Moore, Ringuette et Tkachuk (9).

Également présents : June Dewetering et Philippe Bergevin, analystes, 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 étude relative à 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 : L'étude des fonds de couverture

TÉMOIN :

Sprott Asset Management Inc.

Eric Sprott, président-directeur général.

À 16 h 15, M. Sprott fait une déclaration puis répond aux questions.

À 17 h 50, le comité se réunit à huis clos, conformément à l'alinéa 92(2)e) du Règlement, pour examiner un projet d'ordre du jour.

Le président informe les membres du comité des dates des prochaines réunions et propose la période du 29 au 31 mai 2007 comme dates possibles pour le voyage à Washington.

En ce qui concerne l'étude sur les obstacles au commerce international, il est convenu que les voyages soient reportés à l'automne et que le président demande au Sénat le report du dépôt du rapport relatif à l'étude.

Le président indique aux membres du comité les mesures législatives à venir.

À 18 h 05, le comité suspend ses travaux jusqu'à nouvelle convocation de la présidence.

ATTESTÉ :

OTTAWA, le jeudi 26 avril 2007
(41)

[Traduction]

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui, à 10 h 50, dans la pièce 9 de l'édifice Victoria, sous la présidence de l'honorable Jerahmiel S. Grafstein (*président*).

Members of the committee present: The Honourable Senators Angus, Biron, Eyton, Goldstein, Grafstein, Massicotte, Moore and Ringuette (8).

In attendance: Philippe Bergevin, Analyst, 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

WITNESS:

Ontario Teachers' Pension Plan:

Ronald Mock, Vice-President, Alternative Investments;

Neil Petroff, Senior Vice-President, Tactical Asset Allocation & Alternative Investments.

Caisse de dépôt et placement du Québec:

Michel Malo, Executive Vice-President, Hedge Funds;

Claude Bergeron, Senior Vice-President, Legal Affairs;

Jean-Claude Galarneau, Senior Analyst, Hedge Funds.

At 10:55 a.m., Mr. Petroff made a statement and, together with the other witness, answered questions.

At 12:25 p.m., Mr. Bergeron, Mr. Galarneau and Mr. Malo each made a statement and answered questions.

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

ATTEST:

Membres du comité présents : Les honorables sénateurs Angus, Biron, Eyton, Goldstein, Grafstein, Massicotte, Moore et Ringuette (8).

Également présent : Philippe Bergevin, analyste, 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 étude 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.*)

Sujet : L'étude des fonds de couverture

TÉMOINS :

Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario

Ronald Mock, vice-président, Placements non traditionnels;

Neil Petroff, vice-président principal, Répartition stratégique de l'actif et Placements non traditionnels.

Caisse de dépôt et placement du Québec

Michel Malo, premier vice-président, Fonds de couverture;

Claude Bergeron, vice-président principal, Affaires juridiques;

Jean-Claude Galarneau, analyste principal, Fonds de couverture.

À 10 h 55, M. Petroff fait une déclaration puis, aidé de l'autre témoin, répond aux questions.

À 12 h 25, MM. Bergeron, Galarneau et Malo font chacun une déclaration puis répondent aux questions.

À 13 h 15, 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, April 25, 2007

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met this day at 4:15 p.m. to examine and report upon the present state of the domestic and international financial system. Topic: Study on hedge funds.

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

[*English*]

The Chairman: Ladies and gentlemen, I see a quorum. I want to welcome committee members, our witnesses and our audiences, who will see the continuation of our hearings from coast to coast to coast.

Mr. Sprott, you will be seen on television, live to air, coast to coast to coast, as well as around the globe on the Internet. Your words will reverberate around the globe.

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce, as members will recall, visited New York last October, to discuss a number of issues with respect to the committee's mandate, which is to examine the question of hedge funds. During our discussion with U.S. regulators and representatives of the financial services sector, hedge funds emerged as a key issue. At that time, the sector was valued at \$1.1 trillion; the latest estimate — Mr. Sprott, you could help us with this — is \$1.7 trillion in assets globally. Canadian hedge funds assets were estimated at \$26.6 billion as of June 2004; obviously, they have grown since then.

We also heard about hedge funds during our recent study of consumer issues in the financial services sector. In our report on that topic, we recommended the appointment of an eminent person to review appropriate regulatory oversight of hedge funds. We are open on this question, but we thought we needed some more important and independent work to be done. Nevertheless, a key question remains regarding the extent to which and how these types of financial products, hedge funds, should be regulated or supervised, in order to protect consumers as well as the stability of domestic and global financial markets.

We are delighted to welcome as our next witness in our continuing inquiry Mr. Eric Sprott, who president of Sprott Asset Management.

Before I ask you to begin, Mr. Sprott, I shall introduce my colleagues. My distinguished vice-chairman is Senator Angus, who is from Quebec. Also with us is Senator Tkachuk, from Saskatchewan, Senator Goldstein, from Quebec, Senator Ringuette, who is from New Brunswick, and Senator Moore, who is from Nova Scotia.

Please proceed with your opening statement, Mr. Sprott.

TÉMOIGNAGES

OTTAWA, le mercredi 25 avril 2007

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui, à 16 h 15, dans le but d'examiner, afin d'en faire rapport, la situation actuelle du régime financier canadien et international. Le sujet à l'étude : les fonds de couverture.

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

[*Traduction*]

Le président : Mesdames et messieurs, nous avons le quorum. Je désire souhaiter la bienvenue aux membres du comité, aux témoins et aux spectateurs qui, d'un océan à l'autre, assistent à nos réunions.

Monsieur Sprott, vous allez paraître à la télévision, en direct, d'un océan à l'autre, et partout dans le monde, via Internet. Vous allez vous faire entendre à l'échelle de la planète.

Comme s'en souviendront les membres, le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce s'est rendu à New York, en octobre dernier, dans le cadre de son mandat, pour discuter de divers sujets, dont les fonds de couverture. Lors de nos discussions avec des régulateurs et des représentants du secteur des services financiers des États-Unis, les fonds de couverture sont apparus comme un enjeu clé. À l'époque, ce marché était évalué à 1,1 billion de dollars. D'après les chiffres les plus récents — monsieur Sprott, vous pouvez nous aider à ce chapitre —, le marché mondial des fonds de couverture s'élève à 1,7 billion de dollars. Les fonds de couverture canadiens étaient évalués à 26,6 milliards de dollars en juin 2004; ils ont, bien sûr, augmenté depuis.

Les fonds de couverture ont également été abordés lors de notre récente étude sur les questions concernant les consommateurs dans le secteur des services financiers. Dans notre rapport, nous avons recommandé la nomination d'une personne éminente chargée d'assurer la surveillance réglementaire des fonds de couverture. Ce dossier n'est pas clos, car nous jugeons nécessaire de pousser notre analyse plus à fond et de solliciter l'avis d'experts indépendants. Une question reste toutefois à régler : dans quelle mesure et de quelle façon ces produits financiers, les fonds de couverture, doivent être réglementés ou supervisés si nous voulons protéger les consommateurs et assurer la stabilité des marchés financiers canadiens et internationaux.

C'est avec grand plaisir que nous accueillons notre prochain témoin, M. Éric Scott, qui est le président de Sprott Asset Management.

Avant de vous céder la parole, monsieur Sprott, je voudrais présenter mes collègues : notre distingué vice-président, le sénateur Angus, vient du Québec, le sénateur Tkachuk, de la Saskatchewan, le sénateur Goldstein, du Québec, le sénateur Ringuette, du Nouveau-Brunswick, et le sénateur Moore, de la Nouvelle-Écosse.

Monsieur Sprott, nous vous écoutons.

Eric Sprott, Chief Executive Officer, Sprott Asset Management Inc.: Thank you, Mr. Chairman. It is a pleasure to meet you all. I hope I can be helpful to your committee.

By way of background, I am with Sprott Asset Management. We run mutual funds, hedge funds and individual accounts. We have assets in excess of \$5 billion, of which \$1.3 billion are in hedge funds.

I am a B.Com. CA. I worked for Sprott Securities, a brokerage company I founded, from 1980 to 2002. I have a background in the securities business and obviously some experience in the mutual fund and hedge fund businesses as well.

Whenever I look at hedge funds and read comments about them, I think of the terms as being a great misnomer. Hedge funds go back to 1946, I believe. When they were first discovered, they were believed to represent a conservative investment, because you could be both long a stock and short a stock at the same time — which would be described as a market-neutral investment.

We started our hedge funds to protect our clients from the bear market that we foresaw coming in 2001-02. We were trying to protect them from being in a long-only situation — where, in a bad stock market, stocks went down, making it difficult to make a return for our clients in a down stock market. Hence, we thought we should start hedge funds and at least have shorts on the other side to offset the longs. It has proven to be quite rewarding. I also believe it is a very, very conservative approach.

You might find it surprising that I have not recommended our Canadian long-only equity fund for the last six or seven years, even though it has turned out to be the best performing fund in Canada, because I have always had this fear of imminent decline in the stock market. That is why I have always recommended that people have hedge funds. That, to me, is the purpose of a hedge fund — it is a defensive purpose. If used in the proper method, it should provide a conservative approach to things.

What this committee is discussing is what I call leveraged finance; that is really what we are discussing. If we were just discussing hedge funds, like our hedge fund, I do not think anyone would have any concern.

Leveraged finance is where a company with a small amount of capital takes on huge liabilities. The classic example is Long-Term Capital Management, which had \$4 billion in capital and ended up with \$130 billion of investments — in other words, \$126 billion of liabilities. When you are leveraged like that, you take great risks.

Historically, we have examples of people being overleveraged. There is the 1929 crash, when you could invest in securities by putting 10 per cent down. Once they started going down, mayhem followed. There is the more recent example, a U.S. company, Amaranth Advisors, which took a position in gas.

Eric Sprott, président-directeur général, Sprott Asset Management Inc. : Merci, monsieur le président. C'est un plaisir de vous rencontrer. J'espère que mes propos sauront vous aider.

D'abord, un aperçu. Je représente Sprott Asset Management. Nous administrons des fonds communs de placement, des fonds de couverture et des comptes individuels. Nos actifs s'élèvent à plus de 5 milliards de dollars, les fonds de couverture représentant 1,3 milliard de ceux-ci.

Je suis titulaire d'un baccalauréat en commerce en plus d'être comptable agréé. J'ai travaillé pour Sprott Securities, une maison de courtage que j'ai fondée, de 1980 à 2002. Je suis spécialisé dans les valeurs mobilières et, dans une certaine mesure, les fonds communs de placement et les fonds de couverture.

Chaque fois que je lis des articles sur les fonds de couverture, je me dis que le nom est mal choisi. Les fonds de couverture ont été créés, si je ne m'abuse, en 1946. À l'époque, ils étaient considérés comme un placement conservateur, parce qu'ils misaient, en même temps, sur les actions à long terme et à court terme — en d'autres termes, des investissements sans incidence sur le marché.

Nous avons commencé à offrir des fonds de couverture dans le but de protéger nos clients contre les marchés baissiers qui s'annonçaient en 2001-2002. Nous voulions éviter qu'ils se retrouvent uniquement avec des titres à long terme — lorsque le marché est à la baisse, les actions chutent et il est difficile de réaliser un rendement pour nos clients. Nous avons jugé bon de mettre en marché des fonds de couverture et d'investir, à tout le moins, dans des titres à court terme pour faire contrepoids aux titres à long terme. Cette stratégie s'est avérée fort efficace. Elle constitue également une approche extrêmement conservatrice.

Vous êtes peut-être surpris de voir que je n'ai pas recommandé que l'on investisse uniquement dans les fonds d'actions canadiennes à long terme au cours des six ou sept dernières années, même si ces fonds ont été les plus performants au Canada. La raison est la suivante : j'ai toujours craint la baisse imminente des marchés. Voilà pourquoi j'ai toujours recommandé que les gens investissent dans les fonds de couverture. Pour moi, ils remplissent un rôle défensif. Bien utilisés, ils constituent un placement conservateur.

En fait, ce sur quoi le comité devrait se concentrer, c'est le financement par effet de levier. S'il était uniquement question ici des fonds de couverture, comme celui que nous offrons, il n'y aurait pas lieu de s'inquiéter.

Le financement par effet de levier consiste pour une société disposant d'un petit capital à assumer d'énormes passifs. L'exemple classique à la société Long-Term Capital Management, qui avait 4 milliards de dollars en actifs et qui s'est retrouvée avec un portefeuille de placement de 130 milliards de dollars — autrement dit, un passif de 126 milliards. Se financer par effet de levier à ce point, c'est courir de gros risques.

Il existe des cas où des personnes ont eu recours, de manière exagérée, au financement par effet de levier. Prenons le krach de 1929. À l'époque, on pouvait investir dans des valeurs mobilières avec une mise de 10 p. 100. La crise a éclaté quand les titres ont commencé à chuter. Autre exemple plus récent : celui de la société

All of a sudden the position went against them. They were overleveraged and essentially they had to be bailed out. Needless to say, it happened quickly.

A leveraged system makes you think of how quickly a situation can unravel.

We also have examples in Canada — Portus Alternative Asset Management Inc. and Northbridge. I do not think they defaulted necessarily for leverage reasons, but perhaps for malinvestment.

I think the discussion really should be on leverage finance. When I think of leverage finance, I think of who lends the money. In my mind, the people who lend the money are all regulated institutions. The banking business and the brokerage business are the greatest sources of funds, and they are already regulated.

For example, the lenders to Long-Term Capital Management were the largest lenders in the world. There was a litany of the 15 largest financial organizations in the United States — Merrill Lynch, Citigroup, JPMorgan, among others. Those were the creditors. Obviously, they did not seem to have in place safeguards to protect themselves. I think that is what this committee should look into.

As an offset to the existing leverage, I want you to think about the derivative position outstanding today. We have about \$350 trillion of notional value of outstanding derivatives. Notional value means the underlying value of an asset. It could be a bond worth \$1 billion but the derivative might only cost 10 or \$20 million, but you are really, in essence, trying to protect \$10 billion.

The notional value is about \$350 trillion. U.S. GDP is \$12 trillion. Canadian GDP is \$1.5 trillion, just to give you some sense of what proportion we are dealing with.

That derivative position is increasing by over 30 per cent a year. In fact, a recent article claims that the credit default swap market has been increasing at a 100 per cent per year for the last three years. If this rate continues, we will have more credit default swaps outstanding than we have bonds outstanding. We have more notional value derivatives outstanding than we have outstanding securities in the world today, which always makes me wonder why there are so many securities outstanding. Is this some great trading room in the sky where everyone is trading with themselves?

I use the theory that most people mark their securities to model the model, the model that the computer accepts. Therefore, if you can imagine the volatility that could go on in all markets — and there is volatility in all markets. However, let us imagine that each market moves 1 per cent in a day. The derivative position would go down \$3.4 trillion. Mankind has never made \$3.4 trillion in its cumulative life history — but you could lose that. Someone could

américaine Amaranth Advisors, qui a pris des positions sur le marché du gaz. Les cours ont chuté brusquement. La société avait trop misé sur le financement par effet de levier et a dû être sauvée. Inutile de dire que cela s'est passé très rapidement.

Le financement par effet de levier montre à quel point les choses peuvent se détériorer rapidement.

Il y a également des exemples au Canada — Portus Alternative Asset Management Inc. et Northbridge. Ils n'ont pas nécessairement fait faillite parce qu'ils avaient eu recours au financement par effet de levier, mais parce qu'ils ont mal investi les capitaux.

Donc, à mon avis, la discussion devrait porter sur le financement par effet de levier. Quand je pense à ce mécanisme, je songe aux bailleurs de fonds. Ce sont tous des établissements de prêt réglementés. Les banques et les maisons de courtage sont les principales sources de financement qui existent et elles sont déjà réglementées.

Par exemple, les bailleurs de Long-Term Capital Management étaient les plus grands bailleurs de fonds au monde. On retrouvait parmi ceux-ci 15 des plus grandes institutions financières des États-Unis — Merrill Lynch, Citigroup, JPMorgan. Ils étaient tous des créanciers. Manifestement, ils ne semblaient pas disposer de mesures de sauvegarde pour se protéger. Voilà le sujet sur lequel le comité devrait se pencher.

Au financement par effet de levier viennent s'ajouter les produits dérivés en circulation. La valeur théorique des dérivés en circulation oscille autour de 350 billions de dollars. La valeur théorique s'entend de la valeur sous-jacente d'un actif. Il peut s'agir d'une obligation qui vaut un milliard de dollars, sauf que le dérivé ne coûtera que 10 ou 20 millions de dollars. Toutefois, l'objectif, ici, est de protéger 10 milliards de dollars.

Donc, la valeur théorique des dérivés est d'environ 350 billions de dollars, alors que le PIB américain est de 12 billions. Le PIB canadien, lui, est de 1,5 billion, juste pour vous donner une idée des sommes en cause.

Le marché des dérivés affiche une croissance de 30 p. 100 par année. D'après un article récent sur le sujet, le marché des swaps sur défaillance a connu une croissance de 100 p. 100 au cours des trois dernières années. Si la tendance se maintient, nous aurons plus de swaps sur défaillance que d'obligations en circulation. La valeur théorique des dérivés en circulation dépasse celle des titres en circulation dans le monde aujourd'hui. Ce qui m'amène à me demander pourquoi il y a tellement de titres en circulation. Y a-t-il, en quelque part, une grande salle de marché où tout le monde s'échange des produits?

Selon moi, la plupart des gens, quand vient le temps de faire des placements en valeurs, fondent leurs décisions sur des programmes informatiques. Imaginez un peu la volatilité qui caractérise les marchés — et tous les marchés sont volatiles. Supposons que chaque marché connaît une fluctuation de 1 p. 100 par jour. La valeur des dérivés diminuerait de 3,4 billions de dollars. Jamais, dans l'histoire de l'humanité,

make it on the other side, but nonetheless you would think that these kinds of losses showing up that quickly would have a very dramatic impact on the people on the wrong side of the trade.

My recommendation is that the history of hedge funds, whether it is Amaranth, which was six months ago, or Portus or Northbridge, suggests there should be some oversight. We are in the situation where we are already regulated because we happen to be an IDA member — and it has not bothered us to be regulated. However, I see no reason when people are taking vast amounts of money, albeit they might say from sophisticated investors, a little bit of oversight might be appropriate.

The other significant thing, and particularly when I look at the Canadian failures, is that we should have a select list of auditors to choose from if you are going to be in this business. I think in the case of those two organizations, the audit was not from a select panel, but I would certainly recommend that that be the case.

As well, when you are looking at leverage finance, do not just look at the hedge funds. It is hardly just the hedge funds. In fact, I believe that something like 80 per cent of the notional amount of derivatives outstanding is held by three banks in the world. They are all American banks. To imagine the leverage they must be taking on — if the system ever had a bit of a hiccup, it is hard to imagine what could happen.

That concludes my comments. If you have any questions, I would be happy to try to answer them.

Senator Angus: Mr. Sprott, welcome to the committee. It is good to have you here — all the way from Toronto. Your reputation precedes you. We are delighted to have your wisdom on a subject that is gaining more and more profile in the international markets and in the media. The financial media seems to have cottoned on to these leveraged finances that you are talking about.

First, before I get into that domain, could you tell us more about your own hedge fund, how it is structured, the order of magnitude and type of investors?

Mr. Sprott: Most of the investors in our Canadian funds are individuals. Most of our investors in our U.S. funds are financial institutions, fund of funds, very sophisticated, wealthy investors. When we started our funds, I was trying to find an offset to being in what we regarded as a weak market. Our structure is that, for every dollar of capital, we have a maximum long investment of one dollar and a maximum short investment of one dollar.

Some people would call that 2:1 leverage. Some people would also call it market neutral. If the market were to fall 20 per cent, perhaps that structure would survive that decline. That is really why we are in the hedge fund business, to try to mitigate a decline in the stock market. We are trying to mitigate a decline because we are from the bear side of the camp, if you will, and we do have

de tels profits n'ont été réalisés — mais c'est une somme qui pourrait être perdue. Quelqu'un, peut-être, en profiterait, mais on peut penser que de telles pertes si soudaines auraient un impact énorme sur les perdants.

L'historique des fonds de couverture, que l'on songe à Amaranth, un dossier qui date de six mois, à Portus ou à Northbridge, donne à penser qu'une certaine surveillance s'impose. Nous sommes déjà réglementés parce que nous faisons partie de l'ACCOVAM — et cela ne nous dérange pas d'être réglementés. Toutefois, je ne vois pas pourquoi nous n'imposerions pas une certaine surveillance quand des gens administrent des sommes énormes, même si elles viennent d'investisseurs avertis.

Autre point important, surtout quand je jette un coup d'oeil aux faillites canadiennes : il faudrait établir une liste de vérificateurs. Dans le cas des deux sociétés mentionnées plus tôt, les vérificateurs n'avaient pas été choisis à partir d'une liste établie d'avance. Toutefois, je recommanderais que l'on procède de cette façon.

Pour revenir au financement par effet de levier, il ne faut pas uniquement se concentrer sur les fonds de couverture, car ils ne sont pas les seuls en cause. En fait, environ 80 p. 100 de la valeur théorique des dérivés en circulation est détenue, à l'échelle mondiale, par trois banques. Ce sont toutes des banques américaines. Les risques qu'elles doivent assumer — on peut difficilement imaginer ce qui se produirait si une faille survenait dans le système.

Voilà qui met fin à mon exposé. Si vous avez des questions, j'y répondrai volontiers.

Le sénateur Angus : Monsieur Sprott, bienvenue au comité. Je suis content que vous ayez fait le voyage de Toronto. Votre réputation vous précède. Nous sommes heureux d'avoir vos vues sur un sujet qui attire de plus en plus d'attention sur les marchés internationaux et dans les médias. En effet, les médias financiers semblent attacher beaucoup d'intérêt au financement par effet de levier auquel vous faites allusion.

D'abord, pouvez-vous nous en dire un peu plus sur les fonds de couverture que vous offrez, leur structure, leur taille, les investisseurs qu'ils attirent?

M. Sprott : La plupart de ceux qui investissent dans les fonds canadiens sont des particuliers. La plupart de ceux qui investissent dans les fonds américains sont des institutions financières, des fonds de fonds, des investisseurs très avertis et riches. Quand nous avons commencé à offrir des fonds, j'ai essayé de trouver un moyen de contrebalancer un marché jugé faible. Côté structure, chaque dollar de capital fait l'objet d'un investissement maximal à long terme, et d'un investissement maximal à court terme.

Certaines personnes diraient que cet investissement est assorti d'un effet de levier de 2:1. D'autres diraient qu'il n'a aucune incidence sur le marché. Or, si le marché perdait 20 p. 100 de sa valeur, le fonds survivrait peut-être à cette baisse. Voilà pourquoi nous sommes dans le marché des fonds de couverture : pour essayer d'atténuer les effets d'une baisse du marché. Nous

worries about the derivative picture. We have worries about the lending mania. Everyone knows there was a lending mania taking place in the U.S. People were being allowed to buy homes and take equity out of their homes, people who were not going to be in a position of repay. We now have the fallout from that. Sixty-five mortgage brokers have collapsed, gone bankrupt, in the last four months.

Senator Angus: That is the below prime mortgage market, subprime; correct?

Mr. Sprott: They call it subprime, but there is recent data, particularly from California, that suggests that the difficulties are to no extent confined to subprime, that they are actually up into the prime side as well.

Senator Angus: You said your fund is made up of individuals. They are all, I think you said, wealthy, sophisticated investors. They would qualify under the IDA definition of an accredited investor, I assume.

Mr. Sprott: Yes.

Senator Angus: How big is your Canadian fund?

Mr. Sprott: Our total funds are \$1.3 billion. Our biggest Canadian fund, which closed a number of years ago, was \$500 million; we have another one with \$200 million and another one with \$100 million.

Senator Angus: In any day of trading, do you have traders that trade all that money? How does it work?

Mr. Sprott: We are not like other hedge funds, I am sorry to say; we truly are not. I know lots of people trade aggressively, try to scrape nickels together. If you are leveraged and you make nickels, it adds up to a buck if you are leveraged 20:1, and that is how they make money. We are not of that persuasion. We tend to be long-term investors, so we do not have a lot of turnover of our portfolios. In the sense of what you are trying to guard against, I do not think we fall into the category, because that is not the way we are made up. I do know that many other hedge funds are levered and busy and active in the market all the time. I have read reports where some hedge fund does 2 or 3 per cent of all the NYSE trade in a day. We are not of that style.

Senator Angus: The portfolio in any one of your funds is prudent, long-term investments. However, what makes it different from a mutual fund or some other vehicle? I gather the return on your funds is high, over 20 per cent; am I correct?

Mr. Sprott: Right. However, there is one ingredient that we have not put on the table. I was trying to protect against the stock market going down. In my foresight, I would have thought that our equity fund, which is essentially the long side of our portfolio, would have gone down in that environment. I would think that. If I were looking forward and saying the market will go down

essayons d'atténuer les effets d'une baisse, parce que nous représentons les marchés baissiers, si je peux m'exprimer ainsi, et que les produits dérivés, tout comme la frénésie du prêt, nous inquiètent. Tout le monde savait qu'il y avait une frénésie du prêt aux États-Unis. On permettait aux gens d'acheter des maisons ou d'emprunter sur la valeur de leur maison alors qu'ils n'étaient pas en mesure de rembourser. Nous savons ce que cela a donné : 65 courtiers en hypothèque ont fait faillite au cours des quatre derniers mois.

Le sénateur Angus : C'est ce que l'on appelle le marché du crédit hypothécaire à haut risque, n'est-ce pas?

M. Sprott : C'est exact. Certaines données récentes, surtout de la Californie, laissent entendre que les difficultés ne se limitent pas uniquement au crédit hypothécaire à haut risque, mais également au crédit hypothécaire à taux préférentiel.

Le sénateur Angus : Vous avez dit que votre fonds est composé de particuliers. Ce sont tous, si j'ai bien compris, des investisseurs riches et avertis. Ils correspondent, je présume, à la définition d'investisseur accrédité de l'ACCOVAM.

M. Sprott : Oui.

Le sénateur Angus : Quelle est la taille de votre fonds canadien?

M. Sprott : Nos fonds totalisent 1,3 milliard de dollars. Notre plus grand fonds canadien, qui a fermé il y a plusieurs années de cela, s'élevait à 500 millions de dollars. Nous en avons un de 200 millions, et un autre de 100 millions.

Le sénateur Angus : Y a-t-il des courtiers qui négocient ces montants tous les jours? Comment cela fonctionne-t-il?

M. Sprott : Nous ne sommes pas du tout comme les autres fonds de couverture. Beaucoup de gens négocient de façon très agressive avec des pièces de cinq sous. Or, vous pouvez, avec des pièces de cinq sous, arriver à un dollar si vous avez un effet de levier de 20:1. C'est comme cela qu'ils font de l'argent. Nous ne sommes pas de la même école de pensée. Nous privilégions les investissements à long terme, de sorte qu'il n'y a pas beaucoup de roulement dans nos portefeuilles. Nous essayons de nous protéger, et c'est pour cette raison que nous ne faisons pas partie de cette catégorie de fonds. Je sais qu'il y a beaucoup de fonds de couverture qui utilisent des produits à effet de levier et qui sont actifs sur le marché. D'après certains rapports, il y a des fonds de couverture qui comptent pour 2 ou 3 p. 100 des titres qui sont transigés sur le NYSE. Nous ne fonctionnons pas de cette façon.

Le sénateur Angus : Le portefeuille, peu importe les fonds que vous offrez, s'appuie sur des investissements prudents, à long terme. Qu'est-ce qui distingue les fonds de couverture des fonds communs de placement ou d'un autre véhicule? Je suppose que le rendement des fonds que vous offrez est élevé, qu'il est supérieur à 20 p. 100, n'est-ce pas?

M. Sprott : C'est exact. Toutefois, il y a un autre facteur que je n'ai pas mentionné : j'essayais de protéger les fonds contre les marchés baissiers. Je pensais que notre fonds d'actions, qui représente essentiellement le portefeuille d'actions à long terme, chuterait dans un tel milieu. C'est ce que je pensais. Si j'avais prédit que le marché allait accuser une baisse de 15 p. 100 en

15 per cent in 2001-02, I would imagine my equity fund would go down. As it turns out, it did not go down. They had some of their best years ever. That is why I am a little sheepish about the fact that I did not recommend this long-only fund for these six or seven years when it has had this stellar performance.

In our hedge funds, cumulatively, we probably did not lose anything on the short side and we probably made a lot on the long side. That is the reality of the matter. The way I structure it, I am always worried about a serious fallout happening quickly because of the leverage in the system.

Senator Angus: Is that the system outside your particular fund?

Mr. Sprott: Exactly.

Senator Angus: Your leverage is only either neutral or 2:1, depending on how you interpret it, is it?

Mr. Sprott: Some say it is 2:1 when you have a dollar on each side of the market. I tend to call it neutral. I think it is a better position to have than just being long only, today anyway.

Senator Angus: Would you have more than one counterparty in your operations?

Mr. Sprott: Our counterparty typically is the broker that does the short side of the business, so it could be, in our case, Royal Bank, or in some cases the former Sprott Securities. I would not think they would be concerned about our leverage because we are not really leveraged in that sense.

The example you might want to look at is Amaranth. With three months, the price of a commodity going the wrong way, they lost all their capital. Those are the situations this committee and other committees around the world should be aware of, that when you use leverage things can happen quickly.

Senator Angus: You said what we really should be looking at is not the boutique hedge fund, if you want, or the privately managed one like your own, and we have had some other people that would be, I suppose, competitors. There are other good money managers, Canadians, who are using this particular vehicle to get very significant returns, and it gets peoples' attention, obviously. Our concern started when we found that some less than sophisticated-type people were getting into this and starting with principal protected notes, which we read in the paper today has suddenly got the Minister of Finance's attention, and so on.

Could you comment on that? This is where it gets to be something of our concern. We think the sophisticated investors became accredited for a good reason. They can look after themselves; they are big boys. When we find that your retail investors are getting into this area, it gets scary.

Mr. Sprott: As I suggested, when I look at the two difficult situations we had in Canada and how they could be prevented, first, there needs to be some kind of regulator and some kind of recommended auditor from a panel, just as we do with our

2001-2002, mon fonds d'actions aurait diminué. Or, il ne l'a pas fait. Il a connu certaines de ses meilleures années. Voilà pourquoi je regrette un peu de ne pas avoir recommandé ce fonds à long terme pendant les six ou sept années où il a connu un rendement exceptionnel.

Concernant les fonds de couverture que nous offrons, au fil des ans, nous n'avons sans doute rien perdu au niveau du court terme, et gagné beaucoup au niveau du long terme. C'est un fait. Toutefois, je m'inquiète toujours des baisses sérieuses qui pourraient survenir rapidement en raison des effets de levier utilisés dans le système.

Le sénateur Angus : Vous faites allusion au système en marge de celui que vous utilisez?

M. Sprott : Oui.

Le sénateur Angus : Et votre effet de levier est soit neutre, soit de 2:1, selon la façon dont vous l'interprétez?

M. Sprott : D'après certains, il est de 2:1 quand un dollar est investi de chaque côté du marché. J'ai tendance à dire qu'il est neutre. Il vaut mieux se retrouver dans cette situation et non pas avoir uniquement du long terme, du moins, aujourd'hui.

Le sénateur Angus : Y a-t-il plus qu'une contrepartie dans vos opérations?

M. Sprott : Notre contrepartie se compose habituellement du courtier qui ne s'occupe que des investissements à court terme. Cela pourrait être, dans notre cas, la Banque Royale, ou dans certains cas, l'ancienne entreprise Sprott Securities. Je ne pense pas qu'ils s'inquiètent de notre situation, puisque nous n'utilisons pas vraiment les produits à effet de levier de cette façon.

L'exemple qui pourrait vous intéresser est celui d'Amaranth. En trois mois, le prix d'un produit a chuté et ils ont perdu tout leur capital. Voilà le genre de situation que ce comité et d'autres de par le monde devraient examiner. Quand on utilise des produits à effet de levier, les choses évoluent rapidement.

Le sénateur Angus : Vous avez dit que nous ne devrions pas nous concentrer sur les fonds de couverture accessoires, si je peux m'exprimer ainsi, où les fonds privés, comme le vôtre, qu'il faudrait plutôt regarder du côté des concurrents. Il existe d'autres bons gestionnaires, des Canadiens, qui utilisent ce véhicule particulier pour obtenir des rendements très importants. Cela attire l'attention des gens, manifestement. La question a commencé à nous inquiéter quand nous avons constaté que certains investisseurs moins avertis s'intéressent aux billets à capital protégé, un sujet qui, d'après les journaux d'aujourd'hui, intéresse soudainement le ministre des Finances.

Quel est votre avis là-dessus? Cette question nous préoccupe. À notre avis, si les investisseurs avertis deviennent des investisseurs accrédités, c'est parce qu'ils sont en mesure de s'occuper de leurs placements. Toutefois, quand les particuliers commencent à s'intéresser à ce produit, il y a lieu de s'inquiéter.

M. Sprott : Comme je l'ai proposé, et je reviens aux deux cas recensés au Canada et aux mesures qu'il faut prendre pour éviter ce genre de situation, d'abord, il faut mettre en place un organisme de réglementation et désigner un vérificateur

banking institutions and our brokers. We have to select from a certain panel of auditors. Obviously, those things were not done. It is highly inappropriate that those organizations could raise the kind of money they did and then all of a sudden the money disappears. We have to try to prevent that. It is not good for the business that those things happen.

Senator Goldstein: Mr. Sprott, we had the advantage of being able to look at your corporate profile before you spoke, and it is impressive indeed. I have to acknowledge a mistake of mine right off, and that is that I never invested with you, which was clearly a big mistake, on the basis of the returns you are showing.

We have been concerned about three or four aspects, which I would like to discuss with you. Clearly, you are not as highly leveraged as some of the other people we have had the advantage of hearing, and certainly not as highly leveraged as some of the very aggressive funds, the ones that we read about in the newspaper.

We are concerned about issues of transparency. We are not concerned about regulation for regulation's sake, but we are concerned about regulation to the extent that that is necessary for the protection of the public and the market. We are very concerned about the potential effect of these mammoth-like, hugely leveraged organizations on the market as a whole. We are told that, far from limiting liquidity in the market, they enhance liquidity in the market, which is difficult for some of us to understand.

In terms of transparency, regulation, liquidity, we understand that the parties who are supplying the leveraged money, the dollars, the loans, are themselves regulated. They are looked at, and they are responsible and disciplined people. They make mistakes like everyone else does, but they are not likely to do things that are reckless in terms of their lending.

What kind of regulation, if any, would enhance transparency and reduce risk? What kind of regulation would be appropriate if, in fact, as we know, a number of these funds, a very significant proportion, are situated in the Cayman Islands and a variety of other places where Canadian regulation is irrelevant? My third question deals with your suggestion that these funds be called upon to take auditors from a list of auditors. In fact, our Canadian banks, as I understand it, need to have two auditing firms from a list of auditors, just to play safe. We have a pretty solid banking system here. However, if they are situated in the Cayman Islands or an equivalent area — and I am not in any way denigrating the Cayman Islands; I would not intend to do that — what use would anything we would try to do be in terms of protecting the market and individuals?

Mr. Sprott: Those questions encompass almost everything we are dealing with here. Yes, people make the comment that there is improved liquidity. Of course, there is improved liquidity, but there is also improved leverage. You are dealing with the question of leverage, by the way. I do not think we are necessarily dealing with the question of liquidity.

choisi à partir d'une liste, comme nous le faisons pour les banques et les courtiers. Nous devons établir une liste de vérificateurs. Manifestement, cela n'a pas été fait. Il est tout à fait inconcevable que ces sociétés aient pu amasser de telles sommes pour ensuite tout perdre. Nous devons essayer de prévenir les choses de ce genre. Elles ont un effet négatif.

Le sénateur Goldstein : Monsieur Sprott, nous avons eu la possibilité de jeter un coup d'œil au profil de votre société, et il est assez impressionnant. Je dois, d'emblée, avouer mon erreur, celle de ne pas avoir investi dans votre société. C'était une erreur monumentale, compte tenu des rendements que vous affichez.

Il y a trois ou quatre points qui nous préoccupent, et j'aimerais en discuter avec vous. Manifestement, vous ne misez pas sur les produits à effet de levier comme le font d'autres personnes que nous avons eu l'occasion de rencontrer. Vous n'y avez pas autant recours que d'autres fonds très agressifs, ceux dont nous entendons parler dans les journaux.

La transparence est l'un des points qui nous préoccupent. Nous ne tenons pas absolument à réglementer le secteur, mais nous voulons qu'un régime de réglementation soit mis en place pour protéger le public et le marché. Nous avons beaucoup d'inquiétudes au sujet de l'impact potentiel que ces immenses sociétés à leviers financiers peuvent avoir sur le marché financier dans son ensemble. On nous dit qu'elles augmentent la quantité de liquidités présentes sur le marché, un concept que nous avons de la difficulté à saisir.

Concernant la transparence, la réglementation, les liquidités, nous savons que les bailleurs qui fournissent les fonds, les dollars, les prêts sont eux-mêmes réglementés. Ils font l'objet d'un contrôle, et ils agissent de manière responsable et disciplinée. Ils commettent des erreurs comme tout le monde, mais il est peu probable qu'ils prennent des décisions téméraires quant aux prêts qu'ils accordent.

Quel serait le type de règlement, s'il y en a, qui pourrait accroître la transparence et réduire le risque? Quel serait le type de règlement qui conviendrait si comme nous le savons, en fait, une très grande partie de ces fonds se trouve aux îles Caïmans et ailleurs, là où la réglementation canadienne ne s'applique pas? Ma troisième question porte sur votre proposition que les gestionnaires de ces fonds doivent se soumettre à l'examen de vérificateurs inscrits à une liste de vérificateurs. En fait, d'après ce que je comprends, nos banques canadiennes doivent faire affaire avec deux sociétés de vérification inscrites à une liste de vérificateurs, question de jouer franc jeu. Nous avons un système bancaire assez solide ici. Cependant, si les fonds se trouvent aux îles Caïmans ou dans un endroit équivalent (et je n'essaie pas du tout de dénigrer les îles Caïmans, je n'en aurais jamais l'intention), quelle serait l'utilité que nous prenions des mesures pour protéger le marché et les personnes?

M. Sprott : Ces questions touchent presque tout ce qui nous intéresse ici. En effet, on dit que les liquidités se sont améliorées. Bien sûr, elles se sont améliorées, mais l'effet levier s'est amélioré lui aussi. Vous parlez de l'effet levier, soit dit en passant. Je pense qu'il ne s'agit pas nécessairement de la question des liquidités.

To your point that all these people who are making these investments are prudent, I simply go back to 1998 and the case of Long-Term Capital Management, when the largest financiers in the world got hauled into the Federal Reserve Bank in Washington to look for a solution because Long-Term Capital Management was going down. It happened real fast; it did not take long. August 1998 was a very long month in the investment business. That is when Long-Term was not quite under the radar but it was going on. I might dispute the fact that just because you are sophisticated means you are going to deal with things properly.

I will use another recent example, the lending mania. It is happening right now. We have comments from major banks and major lenders in the U.S., not Canada so much, that are now admitting that maybe their standards were a little loose. So, yes, they were sophisticated, but sophisticated people can act in a very unsophisticated way when certain ambitions come on to the playing field. Generating earnings, returns to your shareholders and getting your stock price up are sometimes ambitions that make people do inappropriate things.

Personally, I think the issue goes beyond hedge funds. It does go beyond hedge funds. It goes to the people who lend to hedge funds. Unfortunately, the hedge fund business, to a financial institution, is tremendously profitable. The money that is made lending securities to a hedge fund is gargantuan, and it seems like free money. There is a great temptation to be a lender, keep lending to this guy, and stretch it out. We are making this great return while paying nothing to depositors and can get such and such from this hedge fund — let us push on.

The biggest fear is that the institutions are not that prudent. That is the biggest fear. If they were prudent, we would not have problems with hedge funds. If the major financial institutions are prudent, we will not have a problem with hedge funds in my mind. I believe this then throws it back to the major institutions.

In response to your question about the Cayman Islands, yes, it is hard to enforce something in the Cayman Islands because immediately the money in most cases goes to the Cayman Islands. With our country, however, we should have regulations. We know the assets are disappearing, but if we could at least ensure that people are not just doing ridiculously silly things. In the two examples we had, someone must have been doing ridiculously simple things wrong. It would have been interesting to see what would happen if you had some oversight, notwithstanding the fact that the assets seemingly are outside the country.

I do not know if I have answered all your questions. I have tried to.

Senator Goldstein: I am content for this round.

Senator Massicotte: Thank you, Mr. Sprott, for being with us. In response to the answer you just gave — I missed part of your presentation and maybe it was answered. What should be our

En réponse à votre affirmation que toutes les personnes qui font ces investissements sont prudentes, je me reporte à 1998 et à l'affaire de Long-Term Capital Management, quand la banque centrale américaine, à Washington, a sommé les plus grands financiers du monde de trouver une solution parce que Long-Term Capital Management était en chute libre. Tout s'est passé très vite, il n'a pas fallu beaucoup de temps. Le mois d'août 1998 a été très long pour les investisseurs. C'est l'époque où Long-Term n'était pas encore tout à fait sous le radar, mais il y avait beaucoup de choses qui se passaient. Je serais porté à contester l'idée que parce qu'une personne est avertie, elle va faire les choses comme il faut.

Je vais prendre un autre exemple récent, celui de la vague de prêts qui déferle en ce moment. Les dirigeants des grandes banques et les grands prêteurs des États-Unis, moins du Canada, admettent que leurs normes étaient peut-être un peu trop souples. Il s'agissait donc effectivement de financiers avertis, mais les personnes averties peuvent agir d'une façon très peu avertie quand certaines ambitions entrent en jeu. L'appât du gain, des rendements aux actionnaires et de la hausse du prix de l'action sont parfois des ambitions qui poussent les gens à agir de façon inappropriée.

Personnellement, je pense que cela va bien au-delà des fonds de couverture. C'est vrai. C'est le lot des gens qui prêtent de l'argent aux administrateurs de fonds de couverture. Malheureusement, pour une institution financière, les fonds de couverture sont extrêmement rentables. L'argent qu'on fait à prêter des valeurs à un fonds de couverture est gargantuesque et semble à portée de main. Il est très tentant de devenir créancier, de continuer de prêter de l'argent à telle personne et de pousser trop loin. On fait un tel profit en ne payant rien aux déposants, en plus de pouvoir obtenir ceci et cela d'un fonds de couverture qu'on pousse la note.

La plus grande crainte vient du fait que les institutions ne sont pas tellement prudentes. C'est la grande crainte. Si elles étaient prudentes, les fonds de couverture ne nous inquiéteraient pas. Si les grandes institutions financières étaient prudentes, les fonds de couverture ne nous poseraient pas problème, à mon avis. Je pense que tout dépend des grandes institutions.

En réponse à votre question sur les îles Caïmans, en effet, il est difficile de faire appliquer un règlement aux îles Caïmans parce que dans la plupart des cas, l'argent aboutit immédiatement aux îles Caïmans. Dans notre pays, cependant, nous devrions avoir un règlement. Nous savons que les actifs disparaissent, mais si nous pouvions au moins veiller à ce que les gens ne fassent pas de choses bêtes et ridicules, ce serait déjà bien. Dans les deux exemples que nous avons, il y a quelqu'un qui doit s'être trompé en faisant des choses ridiculement simples. Il serait intéressant de voir ce qui arriverait s'il y avait de la surveillance, malgré le fait que ces actifs se retrouvent surtout hors du pays.

Je ne sais pas si j'ai répondu à toutes vos questions. J'ai essayé.

Le sénateur Goldstein : Je suis satisfait pour ce tour.

Le sénateur Massicotte : Merci, monsieur Sprott, d'être parmi nous. J'ai une question à vous poser à la lumière de la réponse que vous venez de nous donner. J'ai manqué une partie de votre

interests? What should be our concern? The examples you used earlier vis-à-vis the U.S. were such that the damage was so significant that the economic system, the monetary system, was put in jeopardy. Are you suggesting we should be equally concerned to protect the investors from themselves, especially sophisticated ones? What should our objectives be?

Mr. Sprott: When I look at the leverage in the financial system and some of the events that have gone on in the financial system recently in the U.S., the rapidity with which certain organizations fall apart, for example, it is obvious that there is a laxness out there that is totally inappropriate, in my view. Therefore, what I am really saying is I think we have a very leveraged financial system. That is why we have all this liquidity. We can put layer on layer, particularly in the fixed income area, where someone has a theorem that I will buy the low grade credit and get 8 per cent. I will borrow my money at 5, I am making 3, and will lever it up 20 times and make a huge return. By making that return, I, as the manager — because in the hedge fund business you get 20 per cent of whatever you do over zero — will make a big return. The system can run amuck here.

Senator Massicotte: Let us make the presumption in that example, that the integrity of the economic system or monetary system was not put into question. In other words, the materiality of those issues would not put in jeopardy the confidence of our economic system. Are you suggesting that we should irrespectively do something to protect those sophisticated investors from themselves, irrespective of the fact they want to do those transactions?

Mr. Sprott: I think a form of oversight is needed. We have had sophisticated investors in Canada who have lost money with two of our hedge funds, as defined. I think some oversight would have improved that situation.

Senator Massicotte: One could argue, so what? They are probably smarter than most regulators and decided to do it anyways. They have confidence in you and they lost money. One would say, so what? What would you want the government to do?

Mr. Sprott: I would want them just as we are. For example, we know we have an audit every year because we are an Investment Dealers Association of Canada member. They are pretty thorough in their investigations, and if those same regulators were regulating those Canadian organizations, perhaps the red flags would have been up much sooner than they were.

Senator Goldstein: Mr. Sprott, I want to go to the Long-Term Capital situation. You indicated earlier that, with respect to Long-Term Capital, the Federal Reserve Bank got together a bunch of large institutions, probably every significant institution in the United States, and pointed out there was a real threat to the

exposé et peut-être y avez-vous déjà répondu. Quelles devraient être nos visées? Quelles devraient être nos inquiétudes? Les exemples que vous venez de nous donner concernant les États-Unis ont causé des dommages si graves que le système économique, le système monétaire, ont été mis en péril. Croyez-vous que nous devrions nous préoccuper autant de protéger les investisseurs contre eux-mêmes, particulièrement les investisseurs avertis? Quels devraient être nos objectifs?

M. Sprott : Quand je regarde les leviers qui existent dans le système financier et certains événements qui se sont passés récemment aux États-Unis, la rapidité à laquelle certaines institutions tombent, par exemple, sont la preuve manifeste que le laxisme qui prévaut est totalement inapproprié, à mon avis. Par conséquent, je trouve que notre système financier bénéficie d'un fort effet de levier. C'est la raison pour laquelle nous avons tant de liquidités. Nous pouvons tout combiner, particulièrement dans le domaine du revenu fixe, où quelqu'un a un théorème selon lequel je peux me procurer du crédit à faible coût pour obtenir un rendement de 8 p. 100. Je vais emprunter de l'argent à 5 et faire 3, puis profiter d'un facteur de levier de 20 et faire un immense profit. En faisant ce profit, je ferai moi aussi un immense profit en tant qu'administrateur, parce que dans le domaine des fonds de couverture, on touche 20 p. 100 de tout ce qui dépasse zéro. Le système peut facilement devenir hors de contrôle.

Le sénateur Massicotte : Prêsumons, dans cet exemple, que l'intégrité du système économique ou monétaire n'est pas remise en cause. Autrement dit, l'existence de ces enjeux ne compromettrait pas la confiance envers notre système économique. Nous recommandez-vous de prendre des mesures pour protéger ces investisseurs avertis contre eux-mêmes, même s'ils souhaitent effectuer ces transactions?

M. Sprott : Je pense qu'il faut exercer une certaine surveillance. Il y a des investisseurs avertis du Canada qui ont perdu de l'argent avec deux de nos fonds de couverture, selon notre définition. Je pense que la situation n'aurait pas été aussi grave s'il y avait eu une certaine surveillance.

Le sénateur Massicotte : On peut pourtant se demander à quoi bon. Ces investisseurs sont probablement plus brillants que la plupart des législateurs et ils sont décidés à faire ce qu'ils font de toute façon. Ils ont confiance en vous et ils perdent de l'argent. On pourrait bien se demander ce que ça peut bien faire. Que voudriez-vous que le gouvernement fasse?

M. Sprott : Nous voudrions simplement qu'ils soient comme nous. Par exemple, nous sommes soumis à une vérification chaque année parce que nous faisons partie de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières. Leurs enquêtes sont assez rigoureuses, et si ces mêmes organismes de réglementation réglementaient ces institutions canadiennes, le signal d'alarme aurait peut-être été donné beaucoup plus tôt.

Le sénateur Goldstein : Monsieur Sprott, j'aimerais que nous parlions de la situation de Long-Term Capital. Vous nous avez dit que la banque centrale américaine avait rassemblé tout un éventail de grandes institutions, probablement toutes les grandes institutions des États-Unis, parce que Long-Term

system and requested, indeed demanded, if one is to read what resulted in those meetings, that each of those institutions assume a burden in order to make sure that the financial market did not collapse.

Has anything changed systemically since the Long-Term Capital issue? I do not see any change. I may be wrong, but I should like to know if there has been a change. If there has not been a change, what is to prevent another Long-Term Capital situation from arising?

Mr. Sprott: I do not intend to be an expert on U.S. securities law, but I will try to answer your question. I do not think anything has changed. There is no more regulation. I would say that margining, the ability to borrow large amounts of money, is probably even more liberal today than it was then. When I go back to the derivatives situation — I almost find it comical that in two and a half to three years we will have a \$1 quadrillion — a number most of us have never used in our lives — of derivatives. In a \$15-trillion economy, \$1 quadrillion of derivatives almost seems impossible. What are we deriving here?

My personal view is that there is far more risk in the system today than there was then.

Senator Goldstein: That fits into my second question. You said, when responding to Senator Massicotte a few moments ago, that there is laxness out there. What do you mean by “laxness out there,” and what do you think could be done to tighten up that laxness?

Mr. Sprott: When I use the term “laxness,” I am looking at, for example, the lending mania that we just witnessed. It went up and down every financial institution in the United States. I am not dealing with Canada because I do not think we went through that mania, but down there a lending mania took place. There is so much proof of things that were awry.

For example, in the real estate business, I am sure you will see, in time, appraisers being sued for giving false appraisals. There were notifications in the *Wall Street Journal* in 2004 — appraisers are being forced to raise their appraisals because the bank wants to lend the money, so please boost the appraisal. The system wanted laxness; the system got laxness. I look at what happened in housing, in lending to housing, in the negative savings rate of people, and yet we all seem to survive financially somehow. I am referring for the most part to the U.S. here. In fact, most of what I look at is U.S. In looking at all of that, I see a certain laxness in the whole system — it looks systemic to me.

The Chairman: Senator Angus and I are trying to wrap our minds upon the size of the possible systemic risk. You have talked about trillions of dollars here, so take us through it a little more carefully for a moment.

Capital représentait une véritable menace pour le système et qu'elle a demandé (ou plutôt exigé, si on lit les comptes rendus de ces réunions) que chacune de ces institutions assume une part du fardeau pour que le marché financier ne s'effondre pas.

Y a-t-il eu des changements systémiques depuis l'affaire de Long-Term Capital? Je ne vois aucun changement. Je me trompe peut-être, mais j'aimerais savoir s'il y a eu des changements. S'il n'y en a pas eu, qu'est-ce qui empêche l'affaire de Long-Term Capital de se répéter?

M. Sprott : Je ne prétends pas être un expert du droit des valeurs mobilières aux États-Unis, mais je vais essayer de répondre à votre question. Je pense que rien n'a changé. Il n'y a pas plus de règlements. Je dirais que le pouvoir d'emprunter de grandes sommes d'argent est probablement encore plus grand aujourd'hui qu'avant. Si je pense aux produits dérivés, je trouve presque comique que dans deux ans et demi, trois ans, nos produits dérivés vont valoir un quadrillion de dollars, un chiffre que la plupart d'entre nous n'avons jamais utilisé dans nos vies. Dans une économie de 15 billions de dollars, il semble presque impossible de générer un quadrillion de dollars en produits dérivés. Qu'est-ce que nous dérivons?

De mon point de vue personnel, le risque est beaucoup plus grand dans le système actuel qu'avant.

Le sénateur Goldstein : C'est le sens de ma deuxième question. En réponse au sénateur Massicotte il y a quelques instants, vous avez dit qu'il y avait du laxisme. Que voulez-vous dire par « laxisme » et que pourrions-nous faire, selon vous, pour resserrer un peu ce laxisme?

M. Sprott : Quand j'utilise le terme « laxisme » je pense notamment à la vague de prêts dont nous venons d'être témoins. Elle a frappé toutes les institutions financières des États-Unis. Je ne me concentre pas sur le Canada, parce que je pense que nous n'avons pas succombé à cette vague, mais là-bas, elle a bel et bien déferlé. Il y a tellement de preuves de choses qui sont allées tout de travers.

Par exemple, dans l'immobilier, je suis certain qu'il va y avoir des évaluateurs qui vont être poursuivis pour avoir fait de fausses évaluations. Il y a eu des signalements dans le *Wall Street Journal* en 2004 : il y a des évaluateurs qui sont forcés de hausser leurs évaluations parce que la banque veut prêter de l'argent, donc il faut gonfler l'évaluation. On voulait du laxisme dans le système, on en a eu. Je regarde ce qui s'est passé dans le domaine du logement, les prêts hypothécaires, les taux d'épargne négatifs des gens et pourtant, nous semblons tous réussir à survivre financièrement. Je pense surtout aux États-Unis. En fait, l'essentiel de ce que je décris concerne les États-Unis. Quand je regarde tout cela, je vois du laxisme dans tout le système, il me semble vraiment systémique.

Le président : Le sénateur Angus et moi essayons de nous faire une idée de l'ampleur du risque systémique possible. Vous avez parlé de billions de dollars, donc je vous prierais de nous expliquer tout cela un peu plus lentement.

We know the size of the hedge fund business is growing rapidly. When we last heard, it had gone from \$1.1 trillion to \$1.7 trillion, and today you have given us another number. Give us your best information on the size of the hedge fund business, as we speak, for Canada, the U.S. and Europe, because they are interrelated.

Mr. Sprott: Mr. Chairman, you are making reference to the hedge fund business, but I keep referring to the leverage finance business, which I define as something different.

The Chairman: Let us deal with your topic, which is the leverage finance business.

Mr. Sprott: I will try to deal with the \$1.7 trillion that you referenced. That amount is the capital of the hedge fund business; it does not indicate the amount of the investments in the hedge fund business. That could increase, depending on where someone is investing, by a factor of 10 or 20. In the case of Long-Term Capital, it was a factor of 30. Even if it were a factor of 10, we are talking about \$17 trillion, which is not a small amount of money in a \$12-trillion economy. It is a great deal of money.

The Chairman: For the benefit of our audience and committee members, let us assume the size of the asset management is \$2 trillion, give or take \$100 billion. You are saying that the exposure for these pools of capital is many times more than the asset value based on leverage. You are suggesting that it could be five or six or more times greater.

Mr. Sprott: Yes, it could easily be so. Certainly, in the fixed income area, there are tremendous amounts of leverage, because you are borrowing at one level, lending at another, and squeezing out whatever the return might be.

The Chairman: To make this analysis relatively clear, you are saying that the size of the leveraged investments, which are in the \$10-trillion-plus range, compares to the Canada-U.S. total economy of roughly \$15 trillion.

Mr. Sprott: Yes.

The Chairman: That is important to clarify, because the Governor of the Bank of Canada has appeared before the committee, and will appear again. We have heard as well from the regulators who oversee Canada's banking system. Our concern is systemic risks, on the one hand, to the economy, and these numbers are much grander in scope and size and, therefore, riskier than we have heard before.

Senator Goldstein: You have made one concrete proposal, Mr. Sprott, which is to establish a list of chartered accountants and cause leverage houses to be audited by someone on that list, so as to have, presumably, the best possible quality of audit. Would you have any other suggestions of that nature to make?

Nous savons que les fonds de couverture prennent de l'ampleur rapidement. La dernière fois que nous en avons entendu parler, leur valeur était passée de 1,1 billion de dollars à 1,7 billion de dollars, et aujourd'hui, vous nous donnez un autre chiffre. Donnez-nous votre meilleure estimation de la valeur des fonds de couverture en ce moment au Canada, aux États-Unis et en Europe, parce qu'ils sont tous liés.

M. Sprott : Monsieur le président, vous parlez des fonds de couverture, alors que je parle toujours des leviers financiers, que je considère différents.

Le président : Alors concentrons-nous sur votre sujet, les leviers financiers.

M. Sprott : Je vais essayer de vous expliquer le chiffre de 1,7 billion de dollars que vous avez cité. Il représente la valeur en capital des fonds de couverture et non les investissements dans les fonds de couverture. Selon l'endroit où l'on investit, ce chiffre peut être multiplié par 10 ou 20. Pour Long-Term Capital, c'était par 30. Même si le facteur était de 10, il s'agirait de 17 billions de dollars, ce qui est loin d'être négligeable dans une économie de 12 billions de dollars. C'est beaucoup d'argent.

Le président : Pour notre public et les membres du comité, permettez-moi de présumer que la gestion de l'actif est de 2 billions de dollars, plus ou moins 100 milliards de dollars. Vous dites que le risque auquel sont exposés ces capitaux est beaucoup plus élevé que la valeur de l'actif en raison de l'effet levier. Vous dites qu'il pourrait être de cinq à six fois plus grand.

M. Sprott : Oui, facilement. Il ne fait aucun doute que dans le domaine du revenu fixe, il y a beaucoup de leviers, parce qu'on emprunte quelque part, on prête ailleurs et on en retire ce qu'on peut en retour.

Le président : Pour rendre cette analyse relativement claire, vous dites que les placements spéculatifs, qui sont de l'ordre d'un peu plus de 10 billions de dollars, se comparent à la valeur de toute l'économie du Canada et des États-Unis, qui est d'environ 15 billions de dollars.

M. Sprott : Oui.

Le président : Il importe de le préciser, parce que le gouverneur de la Banque du Canada a comparu devant le comité et qu'il va comparaître encore. Nous avons également entendu le témoignage de personnes chargées de la réglementation qui surveillent le système bancaire du Canada. Nous nous inquiétons des risques systémiques pour l'économie, et ces chiffres sont beaucoup plus grands en portée et en taille qu'avant, donc le risque aussi.

Le sénateur Goldstein : Vous avez fait une proposition concrète, monsieur Sprott, c'est-à-dire que nous établissons une liste de comptables agréés et que nous obligeons les institutions qui utilisent des leviers à se soumettre à la vérification d'une personne inscrite à cette liste, pour que la qualité de la vérification soit la plus grande possible, selon toute probabilité. Avez-vous d'autres propositions de cette nature à nous faire?

Mr. Sprott: There are not too many things you can do to monitor people; however, having auditors in place is one and having a regulator is another. Those are about the only two that you can have for that purpose. I suggest there be some oversight, but how that interprets itself I leave open to others. Oversight is good, in particular when dealing with leveraged investments. Of course, having appropriate auditors is important. In the two cases in Canada, I do not think they would have been amongst a panel of auditors permitted to audit a bank. That created more risk.

Perhaps I could go back to Senator Grafstein's comments about the size of hedge fund business being many times greater than \$1.7 trillion. I return then to the size of the entire derivatives business, which is so out of proportion to anything that you could possibly imagine anyone deriving. I honestly do not know what they are deriving.

The Chairman: You are saying that a derivative is a misplaced metaphor for a piece of business.

Mr. Sprott: I do not know what everyone is doing.

The Chairman: To make your point, Mr. Sprott, when they talk about derivatives there is a sense that it follows from an investment of a certain size. You are saying that the derivatives inflate the size of the investment, so "derivatives" is a misleading term, in some manner of speaking.

Mr. Sprott: You can buy a derivative with a small down payment; therefore, it is a levered investment. It is so substantial that one should have a fear of it. As well, it is highly concentrated in the U.S., where about 80 per cent of the derivatives have been issued by three banks.

The Chairman: Which banks are they?

Mr. Sprott: Two of them are JPMorgan and Bank of America. I hesitate to guess the name of the third one — but it might be Citibank.

The Chairman: We will ask that question.

Mr. Sprott: It worries me, and it is growing so fast. Something at \$400 trillion growing at 30 per cent per year, we have another \$120 trillion in derivatives to put on the books. I am left to wonder what we are deriving. We already have everything derived a couple of times over, so I do not know why it keeps growing. You have to think that the risk must be increasing with that growth.

Often, the answer one gets is that it is simply a zero-sum game, in that what is won on one side is lost on the other side. If that is so, then why are we all doing it? Someone is doing it to make a profit, so I do not believe it is a zero-sum game. People are taking a side of things and profiting by it.

As you know, Warren Buffet had an insurance company — I am not sure of the name of the company — and they wanted to unravel their derivative position.

M. Sprott : Il n'y a pas beaucoup de choses qu'on peut faire pour surveiller les gens; cependant, la vérification est l'une des solutions et la réglementation, une autre. Ce sont à peu près les deux seules solutions que vous avez pour cela. Je recommande qu'il y ait de la surveillance, mais je laisse à d'autres le soin d'interpréter cela. La surveillance est une bonne chose, surtout pour les placements spéculatifs. Bien sûr, il est important qu'il y ait des vérificateurs qualifiés. Dans les deux affaires qu'on déplore au Canada, je ne crois pas que les vérificateurs auraient fait partie du groupe de vérificateurs autorisés à vérifier une banque. Cela a fait augmenter le risque.

Je pourrais peut-être revenir à l'observation du sénateur Grafstein sur le fait que les fonds de couverture valent beaucoup plus que 1,7 billion de dollars. Je reviens aussi à l'ampleur des produits dérivés, qui sont hors de proportion avec tout ce qu'on pourrait imaginer pour des produits dérivés. Honnêtement, je ne sais pas ce qu'on dérive.

Le président : Vous dites que l'appellation de produit dérivé est une mauvaise métaphore pour parler d'une forme de transaction.

M. Sprott : Je ne sais pas ce que tout le monde fait.

Le président : Pour que votre argument soit bien clair, monsieur Sprott, quand ils parlent de produits dérivés, on serait porté à croire qu'ils découlent d'investissements d'une certaine ampleur. Vous dites que les produits dérivés font gonfler la valeur de l'investissement, le terme « produit dérivé » serait donc trompeur, d'une certaine façon.

M. Sprott : On peut acheter un produit dérivé grâce à un petit versement initial, c'est donc un placement à effet levier. Ces produits ont pris une telle ampleur qu'il faudrait les craindre. De même, ils sont surtout concentrés aux États-Unis, où 80 p. 100 des produits dérivés sont offerts par trois banques.

Le président : De quelles banques s'agit-il?

M. Sprott : Les deux premières sont JPMorgan et la Banque d'Amérique, mais j'hésite à deviner le nom de la troisième, je pense que c'est la Citibank.

Le président : Nous allons poser la question.

M. Sprott : Le phénomène m'inquiète, et il prend rapidement de l'ampleur. Si un marché de 400 billions de dollars croît à un rythme de 30 p. 100 par année, il va y avoir encore 120 billions de dollars en produits dérivés enregistrés. Je ne peux que me demander ce que nous dérivons. Tout est déjà dérivé quelques fois, donc je ne sais pas pourquoi les chiffres continuent d'augmenter. Il faut penser au fait que le risque doit augmenter avec cette croissance.

Souvent, on se fait répondre que c'est simplement une partie nulle, que ce qu'on gagne d'un côté, on le perd de l'autre. Si tel est le cas, pourquoi le faisons-nous tous? On le fait pour faire du profit, donc je ne crois pas que ce soit une partie nulle. Il y a des gens qui penchent d'un côté et qui en profitent.

Comme vous le savez, Warren Buffet avait une compagnie d'assurances, dont je ne me rappelle plus bien du nom, et voulait mettre de l'ordre dans ses produits dérivés.

The Chairman: That issue flowed from the losses of Lloyds, in London, and the unsecured position many of the insurers had. It had a ripple effect right through economies.

Mr. Sprott: He specifically talked of his derivatives book. He said that it is so complicated, that is has had taken so long to unwind, it ended up costing money. Fanny Mae and Freddie Mac in the U.S., both of whom have not issued financial statements for two or three years, are still trying to unravel their derivatives.

The Chairman: What are the names of the corporations?

Mr. Sprott: These are two government-sponsored mortgage lenders called Fanny Mae and Freddie Mac.

The Chairman: Do they not have a requirement to file financials annually.

Mr. Sprott: They are required to do so, but they do not comply, because they have been given a free pass. There are huge derivative issues there. They have had to hire thousands of people to try to answer their situation.

Senator Eyton: Along that line, I accept your concern that we should be looking at leveraged finance and not what I would call “unleveraged.” We are looking at the extreme leveraged situations of 10:1 or 20:1, and that may be a concern. It occurs to me that “hedge fund” is an emotive term. People get excited when they hear those words. However, they are carrying on activity that is historic, has gone on for centuries. People have been hedging, although it was never called that. Who invented the term “hedging”? Surely, it is just another appellation for an activity that has gone on forever.

Mr. Sprott: I read the name of the person who, I believe, invented hedging in 1946, but I do not remember it. I apologize to the committee for not having the name. The individual developed a formula, whereby if an investor wanted to mitigate risk, being long and being short at the same time is one way to do that. It is a logical methodology and is a very safe way of investing.

However, once you begin to lever it up — for example, where you lever your longs by 5:1 and your liabilities by 5:1, then you have serious possibilities of a quick demise.

Senator Eyton: Sophisticated people and sophisticated managers have done that for a very long time.

Mr. Sprott: Yes.

Senator Eyton: I have been involved with a number of companies where a hotshot CFO would have some hedging program and he would cover off counterparty risk, political risk, currency risk, commodity risk and supply risk. All of that is hedging. We did not have a special name for it, but it was a very important part of ordinary activity.

Le président : Le problème est venu des pertes des Lloyds, à Londres, et de la position instable dans laquelle se sont retrouvés beaucoup d'assureurs. Elle a eu un effet d'entraînement sur toutes les économies.

M. Sprott : Il a parlé tout particulièrement de ses produits dérivés. Il a dit que la situation était tellement complexe, qu'il lui a fallu tellement de temps pour s'y retrouver qu'elle a fini par lui coûter de l'argent. Fanny Mae et Freddie Mac, aux États-Unis, qui n'ont ni l'un ni l'autre produit d'états financiers depuis deux ou trois ans, essaient toujours de démêler leurs produits dérivés.

Le président : Quels sont les noms des entreprises?

M. Sprott : Ce sont deux prêteurs hypothécaires gérés par l'État du nom de Fanny Mae et Freddie Mac.

Le président : Ne sont-ils pas tenus de présenter des états financiers chaque année?

M. Sprott : Ils devraient effectivement le faire, mais ils ne se conforment pas, parce qu'ils profitent d'un laissez-passer. Leurs problèmes de produits dérivés sont énormes. Ils ont dû embaucher des milliers de personnes pour tirer leur situation au clair.

Le sénateur Eyton : Dans la même veine, j'accepte votre recommandation que nous nous penchions sur les placements à levier financier et non sur ceux qui ne sont pas générateurs d'endettement. Nous parlons ici des leviers extrêmes de 10:1 ou de 20:1, ce qui pourrait être inquiétant. J'ai l'impression que le terme « fonds de couverture » est bien émotif. Les gens s'enflamment quand ils entendent ces mots. Cependant, ils poursuivent ces activités, qui existent depuis des siècles. Les gens se livrent à des opérations de couverture depuis toujours, même si ce n'est jamais le nom qu'on leur a donné. Qui a inventé le terme « fonds de couverture »? Il ne fait aucun doute que ce n'est qu'une autre appellation pour une activité qui existe depuis toujours.

M. Sprott : J'ai lu le nom de la personne qui a inventé le terme « fonds de couverture » en 1946, si je ne me trompe pas, mais je ne m'en rappelle pas. Je m'excuse de ne pas pouvoir donner son nom au comité. Cette personne a élaboré une formule selon laquelle un investisseur qui veut réduire son risque peut le faire grâce à des comptes à découvert et à position créditrice en même temps. C'est une méthode logique et très sûre pour investir.

Cependant, quand on commence à utiliser un effet levier et qu'on l'applique à ses comptes en position créditrice et à son passif selon un ratio de 5:1, il y a un grand risque d'effondrement rapide.

Le sénateur Eyton : Des personnes et des gestionnaires avertis le font depuis bien longtemps.

M. Sprott : Oui.

Le sénateur Eyton : J'ai connu beaucoup d'entreprises où il y avait un chef des finances terrible qui offrait un programme de fonds de couverture qui couvrait les risques de crédit, de créances en marchandises et de l'approvisionnement, ainsi que les risques politiques et monétaires. Tout cela fait partie des opérations de couverture. Nous n'avons pas de nom spécial pour cela, mais c'était une activité très importante qui faisait partie de l'ordinaire.

Bringing it back to the subject, and it is all the same subject, to what extent have the hedge funds and their activity displaced the old timers that one way or another were in that kind of marketplace doing that same kind of function?

Mr. Sprott: That is a tough question. One thing that is so true about the hedge fund business, which even Mr. Trichet was talking to, is that no one knows anything. No one knows the answers to these questions. We do not know. How could we know when we do not regulate them? We cannot even get the data. No one has the right to get data. Therefore how can we know?

I cannot tell you that I know the answer, because I do not possibly know the answer, even though I might read everything I could possibly read about systemic risks — and I try to read everything about systemic risk because I worry about it. However, I do not know the answer to the question. I believe no one, including all the federal reserve governors in the world, has ideas as to the risk.

Senator Eyton: To what extent, then, do you think the growth of hedge funds represents a kind of exodus of capital from the old time industries, but ones that are more transparent, where there are more reporting requirements or that are regulated? In effect, they can hide the leverage that might have been fairly typical in the business one way or another and go off and invest capital in a hedge fund, so-called. Would part of the transit be because of lack of regulation and lesser transparency?

Mr. Sprott: I can tell you that some of the largest hedge funds in the world are headed up by people who worked at major financial institutions who left and saw even the ability of the financial institutions to do well. You have to appreciate that, in the last 20 or 30 years, the stake in the economy that is controlled by financial institutions has risen remarkably, and the stake that belongs to people who are non-financial has decreased markedly. Somehow, there is a great business there, whatever it is, but it has increased way beyond the norm of the economy.

Senator Eyton: I guess the driver would be, first, greater opportunity, because it is leveraged, in good markets that is certainly so; and the other compelling thing are the fees, and the fees drive a lot of activity.

Mr. Sprott: Yes.

Senator Eyton: Going on to a more relevant concern, to what extent do you think our Canadian hedge funds are isolated from global events or international events? By that, I recognize that there is some supervision. They have to deal with banks and the banks are themselves regulated. They deal with other brokers and investment bankers, and they are regulated.

Pour revenir au sujet, qui est toujours le même, dans quelle mesure les fonds de couverture et leurs activités ont-ils remplacé les anciens produits qui assumaient à peu près la même fonction sur ce type de marché?

M. Sprott : C'est une question difficile. S'il y a une grande vérité au sujet des fonds de couverture, et même M. Trichet en a parlé, c'est que personne ne sait rien. Personne ne connaît les réponses à ces questions. Nous ne les connaissons pas. Comment pourrions-nous les connaître puisque nous ne les réglementons pas? Nous ne pouvons même pas colliger de données. Personne n'a le droit de recueillir des données. Comment pouvons-nous donc les connaître?

Je ne peux pas vous dire que je connais la réponse, parce qu'il est impossible pour moi de le savoir, même si je lis peut-être tout ce qui est publié au sujet des risques systémiques — et c'est ce que j'essaie de faire parce que c'est une question qui me préoccupe. Je ne connais toutefois pas la réponse à cette question. Je crois que personne, y compris tous les gouverneurs des réserves fédérales du monde, n'a une idée précise de l'ampleur du risque.

Le sénateur Eyton : Dans quelle mesure alors croyez-vous que la croissance des fonds de couverture entraîne en quelque sorte un exode des capitaux qui quittent les secteurs traditionnels plus transparents, assujettis à davantage d'exigences en matière de production de rapports ou de réglementation? Ainsi, on peut camoufler le levier financier qui aurait été plutôt chose courante, sous une forme ou une autre, dans l'entreprise en investissant dans ce qu'on appelle un fonds de couverture. Est-ce que cette transition est en partie attribuable à une réglementation insuffisante et à une transparence moindre?

M. Sprott : Je peux vous dire que quelques-uns des fonds de couverture les plus importants au monde sont gérés par des gens qui ont quitté leur travail au sein de grandes institutions financières en considérant que les chances de réussite étaient également bonnes du côté de ces institutions. Il faut bien constater que depuis 20 ou 30 ans, la part de l'économie qui est sous le contrôle des institutions financières a augmenté considérablement, alors que l'on notait une diminution marquée pour les intervenants en dehors de ce secteur. Il y a donc d'excellentes possibilités d'affaires à ce titre, quelle qu'en soit la nature, mais cet accroissement excède de façon très nette la norme établie pour l'économie.

Le sénateur Eyton : Je suppose que les perspectives meilleures constitueraient donc l'élément déclencheur en raison de l'effet de levier; c'est certainement le cas au sein des marchés efficaces. Il y aurait également les frais qui génèrent beaucoup d'activités.

M. Sprott : Oui.

Le sénateur Eyton : Pour revenir au sujet de notre étude, dans quelle mesure estimez-vous que les fonds de couverture canadiens sont isolés par rapport aux événements qui se produisent à l'échelle internationale? En ce sens, je reconnais qu'il existe une forme de supervision. On doit faire affaire avec des banques qui sont elles-mêmes sous réglementation. On traite avec d'autres courtiers et des placeurs qui sont également réglementés.

We have a kind of Canadian view of Canadian hedging. On the other hand, we can be impacted, as we know well, by things that happen beyond our borders. To what extent do you think we can claim some sort of isolation from those events?

Mr. Sprott: Again, I do not profess to be an expert because the leverage in hedge funds is normally in the fixed income side and I happen to be from the equity side of the business. I get the view that we do not take on the same degree of leverage that others might do in various centres around the world.

To me, the bigger risk is the global risk that we all should be looking at. I realize that we are here in Canada trying to deal with the Canadian part of it, but I do not think we can close our eyes to a possible global systemic risk, which, as you are undoubtedly aware, the Europeans seem to be taking more seriously, that something could affect them if there is an unravelling here.

Anyone who realizes the leverage in the system realizes that everyone will be involved — there is no way to escape it, if there is a problem. If there had been a problem with Long-Term Capital and we had just let things implode, then confidence would have disappeared, and if confidence disappears it is over for everyone. If confidence in the financial system ever disappeared, it would be very difficult everywhere. That is why Long-Term Capital was not allowed to unravel as it might have.

That is perhaps why Fannie Mae has not really been taken to task, because if we found out how bad Fannie Mae was, it might start a chain reaction. I do not profess to know, but I know no one else knows. We do know some things. We know they have lost a lot of money in derivatives. That they have admitted to, but they do not know how much yet.

Senator Eyton: To what extent do you think that the hedge fund industry, for example, would come together, à la Long-Term Capital, where, in fact, they were summoned to Washington and worked out a solution and got over a crisis? My own sense is that purely in the hedge fund business, if someone gets in trouble, the guys around may taste blood in the water and it may be an opportunity to make money rather than help their wounded compatriot.

Mr. Sprott: We have seen that in the Amaranth situation. That is my own observation. I think certain people knew Amaranth was in trouble and they all pressed the bet and made the demise of Amaranth happen that much faster.

Nous avons en quelque sorte une vision canadienne des fonds de couverture locaux. Par ailleurs, nous pouvons également être touchés, comme nous le savons très bien, par des événements qui se produisent à l'extérieur de nos frontières. Dans quelle mesure pouvons-nous affirmer être en quelque sorte à l'abri de telles fluctuations?

M. Sprott : Encore une fois, je ne prétends pas être un expert en la matière étant donné que l'effet de levier intervient normalement pour les fonds de couverture du côté du revenu fixe, alors que je travaille plutôt du côté des investissements en actions. J'ai l'impression que nous ne profitons pas d'un effet de levier aussi puissant que celui qui entre en jeu dans différentes régions du globe.

Selon moi, nous devrions tous nous intéresser d'abord et avant tout au risque à l'échelle mondiale. Je me rends compte que nous nous efforçons ici au Canada de régler la portion canadienne de la question, mais je ne pense pas que nous devrions perdre de vue la possibilité d'un risque systémique à l'échelle planétaire, lequel, comme vous le savez sans doute, semble être pris beaucoup plus au sérieux par les Européens qui craignent les contrecoups d'un éventuel effondrement ici.

Quiconque comprend bien le principe de l'effet de levier se rend compte que tout le monde sera touché; il n'y a pas moyen d'y échapper, si un problème survient. Si un problème s'était posé avec Long-Term Capital et si nous avions simplement laissé la situation s'envenimer jusqu'à l'implosion, cela aurait complètement miné la confiance dans le système. Lorsque la confiance disparaît, aussi bien fermer boutique pour tout le monde. Si on en vient à perdre confiance dans le système financier, la situation sera pénible pour tous les intervenants. C'est la raison pour laquelle on n'a pas permis à Long-Term Capital de s'effondrer encore davantage.

C'est peut-être aussi pour cette raison que nous ne sommes pas vraiment allés au fond des choses avec Fannie Mae parce qu'en mettant au jour toute l'ampleur du problème, nous aurions pu déclencher une réaction en chaîne. Je ne prétends pas être au courant, mais je sais que personne ne connaît vraiment la situation. Nous savons certaines choses. Nous savons que beaucoup d'argent a été perdu dans les produits dérivés. On l'a admis, mais on ne sait pas encore de quelle somme il s'agit.

Le sénateur Eyton : Dans quelle mesure estimez-vous que l'industrie des fonds de couverture pourrait, par exemple, se concerter à la manière de ce qui a été fait pour Long-Term Capital dont les dirigeants ont été convoqués à Washington afin de trouver une solution pour mettre fin à la crise? Selon mon impression personnelle, il serait typique au sein de l'industrie des fonds de couverture que des intervenants se rendant compte qu'un de leurs homologues est en difficulté souhaitent tirer parti au maximum de cette situation, plutôt que de lui tendre une main secourable.

M. Sprott : C'est ce que nous avons pu constater dans le cas Amaranth. C'est mon point de vue personnel. Je crois que certaines personnes savaient qu'Amaranth connaissait des difficultés et qu'elles ont toutes pressé le citron pour précipiter la chute de l'entreprise.

Senator Eyton: It is not very reassuring to have the industry looking and saying together we are all right.

Mr. Sprott: I do not think you would ever get the industry to coalesce on issues like this. I can understand the chairman of the Federal Reserve saying to the people he regulates, “You guys get into this room because we have to talk about this,” but I am not so sure that the hedge fund industry could be forced into the same room.

Senator Eyton: What you are describing then is the ultimate hedge, where basically, if things go wrong, they can walk out of the room and leave the pieces for someone else to fix up.

Mr. Sprott: In some of the great banking crises of all time — there was one in 1906 — they brought the bankers into a room and told them they were not leaving until the problem was solved. I am sure the same was true with Long-Term Capital: “You are not leaving until the problem is solved, because we have to solve it.” That is fine when you have 10 or 15 people and they are the dominant.

Senator Eyton: The senior regulated people.

Mr. Sprott: Yes, regulated people, too.

Senator Moore: This has been very interesting. The numbers are incomprehensible for the average citizen, including me — \$350 trillion of notional value of derivatives outstanding today, versus a GDP in Canada of \$1.5 trillion. What is behind that \$350 trillion?

Mr. Sprott: Someone has placed a bet on a commodity, oil or gold — credit default swap —

Senator Moore: That it is going to go up?

Mr. Sprott: Up or down, either way. Someone is on either side the transaction, and it gets bigger all the time. I just wonder whether there are enough assets in the world that we need to derive that much. I would argue that we do not have that many assets in the world, which really means that ultimately someone is trading with someone for the sake of trading. That is what I happen to believe.

Senator Moore: They are grinding out the fees — the brokers.

Mr. Sprott: Someone believes it is in their best interests.

What it tells us is that there is a lot of leverage around. There has to be leverage for that.

Senator Moore: Not liquidity, but leverage.

Mr. Sprott: It has created liquidity, too. Someone could buy a credit default swap and then go out and buy a low-quality credit, because he has this credit default swap that he can present to someone and tell them that he made the bet that this guy would

Le sénateur Eyton : Ce n'est pas très rassurant d'entendre les gens de l'industrie affirmer que, tous ensemble, ils peuvent se tirer d'affaire.

M. Sprott : Je ne crois pas que vous pourrez arriver à amener les gens de l'industrie à se concerter sur des questions comme celle-ci. Je peux concevoir que le président de la réserve fédérale puisse réunir tous les intervenants sous sa réglementation dans une pièce afin de tirer une question au clair, mais je ne suis pas sûr que l'on puisse obliger les gens de l'industrie des fonds de couverture à se réunir ainsi.

Le sénateur Eyton : Vous êtes donc en train de nous décrire une forme de couverture totale en vertu de laquelle, à toutes fins utiles, si les choses tournent mal, on peut simplement quitter la scène et laisser quelqu'un d'autre recoller les pots cassés.

M. Sprott : Lors de certaines des pires crises bancaires de tous les temps — il y en a eu une en 1906 — on a rassemblé les banquiers dans une pièce en leur disant qu'ils n'en sortiraient pas tant qu'ils n'auraient pas réglé le problème. Je suis certain qu'on a dit exactement la même chose aux dirigeants de Long-Term Capital. C'est une avenue possible lorsque vous avez seulement 10 ou 15 personnes qui dominent un secteur.

Le sénateur Eyton : Les principaux intervenants sous réglementation.

M. Sprott : Oui, les intervenants sous réglementation également.

Le sénateur Moore : Tout cela est très intéressant. Ce sont des chiffres très difficiles à concevoir pour le citoyen moyen, et je m'inclus là-dedans. On parle d'une valeur théorique de 350 billions de dollars de produits dérivés actuellement en circulation, alors que le PIB du Canada se chiffre à 1,5 billion de dollars. Que cache ce total de 350 billions de dollars?

M. Sprott : Quelqu'un a misé sur un produit, or ou pétrole — swap sur défaillance...

Le sénateur Moore : Dont la valeur va augmenter?

M. Sprott : Augmenter ou descendre, peu importe. On se situe de part et d'autre de la transaction, et ce genre d'activités ne cesse de prendre de l'ampleur. Je me demande simplement s'il existe suffisamment d'actifs sur la planète pour justifier une si grande quantité de produits dérivés. Je dirais qu'il n'y a pas assez d'actifs dans le monde à cette fin, ce qui fait que certains échanges sont purement théoriques. C'est ce que j'en suis venu à penser.

Le sénateur Moore : Ils jouent sur les frais — les courtiers.

M. Sprott : Certains croient que c'est dans leurs meilleurs intérêts.

Cela nous indique que l'effet de levier est très important. Il faut qu'il en soit ainsi pour que cela se produise.

Le sénateur Moore : Pas de liquidité, mais un effet de levier.

M. Sprott : Cela crée également de la liquidité. Quelqu'un peut acheter un swap sur défaillance puis acquérir une créance de mauvaise qualité, ce qui lui permet de faire valoir son swap sur défaillance en indiquant qu'il a misé sur le fait que l'individu en

not pay his interest and principal and now you have to pay me. That is an example of a derivative. One of my big fears is that he has to go down to the Cayman Islands to collect payment.

Senator Moore: You mentioned that 80 per cent of the leverage financing is held by three banks in the world, all U.S.

Mr. Sprott: Eighty per cent of the outstanding derivatives issued by banks are held by three banks.

Senator Moore: Is that the \$350 trillion?

Mr. Sprott: No. It is a smaller amount. Let us say it is \$140 trillion.

Senator Moore: What is the sum of the derivatives in Canada? Is that also held, that notional value, by our banks? If so, which ones? Do we have a breakdown?

Mr. Sprott: I do not have the answer to that question. I know they are involved in the market.

Senator Moore: What would be the amount be?

Mr. Sprott: I do not know what the amount is.

Senator Moore: There is no regulation.

Mr. Sprott: There is no data.

Senator Moore: When you said no one has the right number, does that mean no one knows because there is no reporting?

Mr. Sprott: There is reporting. Some institute reports the total notional value of all derivatives outstanding. Perhaps I can find the name — the derivatives association of the United States, or something.

I am more of a student of the U.S. than Canada. You always have to worry about what will happen there more than what will happen here. What happens there will happen here, so you better study there.

We get data from, I presume, the Federal Reserve or some other banking organization about the notional value of derivatives that the banks have contracted to. It comes out every quarter. I have never seen that number here.

Senator Moore: We do not have that same sort of reporting or assembling of data in Canada.

Mr. Sprott: We may have; I do not know. I personally would not study it anyway. I am more interested in the bigger issue. You, obviously, are more concerned about the Canadian

question ne pourrait pas payer l'intérêt et le capital et que c'est maintenant à lui qu'il faut verser les fonds. Voilà un exemple de produit dérivé. L'une de mes plus grandes craintes est que cette personne doive se rendre jusqu'aux Îles Caïmans pour pouvoir toucher l'argent.

Le sénateur Moore : Vous avez indiqué que 80 p. 100 du financement par emprunt était détenu par trois banques de la planète, toutes des États-Unis.

M. Sprott : En fait, ce sont 80 p. 100 des produits dérivés en circulation émis par les banques qui sont détenus par trois d'entre elles.

Le sénateur Moore : Est-ce que cela équivaut à la somme de 350 billions de dollars?

M. Sprott : Non, le montant est inférieur. Disons qu'il se situe à 140 billions de dollars.

Le sénateur Moore : Quelle est la valeur totale des produits dérivés au Canada? Est-ce que ce sont également nos banques qui sont détentrices de cette valeur théorique? Le cas échéant, de quelles banques s'agit-il? Avez-vous une répartition?

M. Sprott : Je n'ai pas la réponse à cette question. Je sais que les banques sont actives sur ce marché.

Le sénateur Moore : Quelles seraient les sommes en cause?

M. Sprott : Je ne sais pas à combien se chiffrent ces montants.

Le sénateur Moore : Il n'y a pas de réglementation.

M. Sprott : Il n'y a pas de données.

Le sénateur Moore : Lorsque vous avez répondu que personne ne connaissait le montant exact, est-ce parce qu'aucun rapport n'est produit?

M. Sprott : Il y a des rapports. Il y a un institut qui produit un rapport sur la valeur théorique totale de tous les produits dérivés en circulation. Peut-être puis-je retrouver son nom — c'est l'Association des produits dérivés des États-Unis, ou quelque chose du genre.

Je m'intéresse davantage à la situation aux États-Unis qu'au marché canadien. Il faut s'inquiéter d'abord de ce qui va se produire là-bas, avant de penser à la conjoncture canadienne. Comme la situation sur le marché américain va se répercuter chez nous, aussi bien s'intéresser surtout aux États-Unis.

Nous recevons des données en provenance, je présume, de la réserve fédérale ou d'une autre organisation bancaire quant à la valeur théorique des produits dérivés dans lesquels les banques ont des engagements. C'est un rapport trimestriel. Je n'ai jamais vu de données semblables pour le Canada.

Le sénateur Moore : Il n'existe pas de système équivalent de présentation de rapport ou de compilation des données au Canada?

M. Sprott : Il est possible que cela existe; je ne suis pas au courant. Je ne me pencherai pas sur ces données de toute façon. Je m'intéresse surtout à la situation plus globale. De toute

issue than I am. I am trying to analyze what could happen to the dog that wags the tail.

Senator Moore: My head is spinning with these numbers. I have been reading about Fanny Mae and Freddie Mac. I think you are probably right, that is, that it is probably so big that, in order not to cause a lessening of the confidence in the market, they have been called in, sat down, and told that we are just going to tough this out.

Mr. Sprott: It is odd. To say the least, it is odd. Can you imagine a situation in Canada where a major bank did not issue an audited statement for two years? These are big lenders, the biggest lenders in the world.

Senator Tkachuk: Thank you, Mr. Sprott. I appreciate the information you have been providing. I am like Senator Moore — I get a little confused when we move into the trillions. I get confused in the billions, let alone the trillions.

We cannot do much about the United States except provide leadership. I cannot do much and the government cannot do much about people who want to take risks to make more money. This is why they go into hedge funds and buy the kinds of securities that you are talking about.

Our concern is not so much the investment; our concern is that money disappears. People think money is real, and it is, but they do not realize that it just disappears. We do not want a Japan situation to happen here, where so much money disappeared that it stalled their economy for 10 years.

What can we do to mitigate a threat to the financial system? That is our concern. Our concern is not so much that Joe Blow lost \$500,000 or \$5 million or \$10 million but that the instruments and the institutions, their debts, liabilities, and leverage, become so large that they threaten the viability of the financial institutions — which now affects savings of ordinary Canadians, pension plans, all the things that, we, as politicians and regulators, care about.

With the limited amount of information that I have absorbed from your discussion and from past discussions here, what can we do to protect the financial institutions from committing suicide? Banks are regulated by how much money they can lend — based on their deposits. However, with respect to other funds, can we limit the amount, the multiples, that

évidence, le contexte canadien est davantage au cœur de vos préoccupations. J'essaie plutôt d'analyser ce qui pourrait arriver à ceux qui donnent les ordres.

Le sénateur Moore : Tous ces chiffres me font un peu tourner la tête. J'ai lu des choses au sujet de Fanny Mae et Freddie Mac. Je pense que vous avez probablement raison. Ainsi, le problème était sans doute d'une envergure telle que l'on a convenu, afin de ne pas trop miner la confiance sur les marchés, de convoquer tous ces gens pour chercher des pistes de solution.

M. Sprott : La situation est un peu étrange, c'est le moins qu'on puisse dire. Pouvez-vous imaginer une grande banque canadienne qui passerait deux ans sans présenter d'états financiers vérifiés? Il s'agit de prêteurs importants, les plus importants au monde.

Le sénateur Tkachuk : Merci, monsieur Sprott. Je vous suis reconnaissant pour l'information que vous nous fournissez. Je suis un peu comme le sénateur Moore; je commence à m'y perdre un peu lorsqu'on parle de billions. Avec des milliards c'est déjà compliqué, alors imaginez des billions.

Nous sommes un peu impuissants par rapport à la situation aux États-Unis; nous pouvons uniquement offrir un certain leadership. Il n'y a pas grand-chose que je puisse faire ou que le gouvernement puisse faire lorsque des gens acceptent de prendre des risques pour faire plus d'argent. C'est la raison pour laquelle ils se tournent vers les fonds de couverture afin d'acquérir le genre de titres dont vous parliez.

Nous ne nous préoccupons pas vraiment des investissements qui sont consentis; nous nous inquiétons plutôt de l'argent qui semble disparaître. Les gens pensent que l'argent est un concept bien réel, et ils ont tout à fait raison, mais ils ne se rendent pas compte qu'il peut simplement s'évaporer. Nous ne voulons pas nous retrouver ici dans la même situation qu'ont connue les Japonais qui ont laissé disparaître l'argent dans une telle mesure que leur économie s'est retrouvée au point mort pendant 10 ans.

Que pouvons-nous faire pour atténuer les risques pour le système financier? C'est ce qui nous préoccupe. Nous ne nous inquiétons pas tant du fait que Joe Bleau puisse perdre 500 000 \$ ou 5 millions de dollars ou même 10 millions de dollars, mais plutôt de voir ces instruments et ces mécanismes, leurs dettes, leurs obligations et leur effet de levier, prendre une importance telle qu'ils en viennent à menacer la viabilité de nos institutions financières, ce qui affecte maintenant les économies des Canadiens moyens, leurs régimes de pensions et tous ces éléments qui sont si importants pour nous, en notre qualité de politiciens et de responsables de la réglementation.

À la lumière du peu d'information que j'ai pu assimiler à la faveur de nos discussions d'aujourd'hui et de nos réunions précédentes, je vous demande comment nous pouvons intervenir pour empêcher les institutions financières de se faire hara-kiri? Les activités des banques sont dictées par la quantité de fonds qu'elles peuvent prêter, en fonction des sommes qui y sont

they can play with? Can we say five times or ten times? Can governments do that kind of thing? Can the industry self-regulate itself?

What concrete things can we do that would make sense — that would not impinge the creativity of the marketplace, which I like — that would come some way toward ensuring that the financial system itself does not become threatened.

Mr. Sprott: Thank you for the question. I think there are a couple of answers. I find your comments about Japan very instructive. I would guess that the Japanese banking system was broke whatever number of years ago — which means that these prudent people were not that prudent.

To answer the question about whether prudent people can still make mistakes — of course, they can make mistakes, so much so that in Japan they had to destroy the return to their citizenry for the last 20 years so that their banks could get re-liquefied and become profitable and not have negative equity. That is the way I look at it. They do not say it that way, but that is what I happen to believe.

How do you protect the financial system? To me, it is all margin. I am a stockbroker, so how much margin can you lend on something and what is practical here? Vis-à-vis margin, even in my short stint in the brokerage business, it used to be that you could borrow 50 cents on the dollar. Now, in most cases, you can borrow 75 cents on the dollar, so we are allowing more margin.

Whenever I think of margin, I think of the NASDAQ bust, when all the stocks were trading at multiples that were so out of character. Why did we not raise margins? We did not want to kill the golden goose — but it was going to kill itself anyway. It seems to me that that would have been the most logical thing to do at the time. You have to raise margin to stop speculation.

As I look at what is happening in the Chinese market today — it went up 100 per cent in the last little while. Last week, they opened up 240,000 brokerage accounts in the week. It is unbelievable.

Senator Angus: What city is your Chinese office in?

Mr. Sprott: It should be in all the cities.

déposées. Cependant, pour ce qui est des autres fonds, pouvons-nous limiter l'ampleur, la multiplication, des montants avec lesquels elles peuvent jongler? Pourrions-nous limiter cela à cinq ou dix fois? Est-ce que les gouvernements peuvent prendre ce genre de décisions? Est-ce que l'industrie peut s'autoréglementer?

Quelles mesures concrètes pourrions-nous prendre afin d'adopter une approche plus logique — sans freiner la créativité des marchés, un aspect que j'apprécie — de manière à contribuer à faire en sorte que le système financier lui-même ne soit pas mis en péril?

M. Sprott : Merci pour votre question. Je pense qu'il y a quelques réponses possibles. Je trouve que vos observations concernant le Japon sont très révélatrices. Je suppose que si le système bancaire japonais en est venu ainsi à faire faillite, il y a un certain nombre d'années, on peut en déduire que ces gens ne sont pas aussi prudents qu'on le dit.

Je vous répondrai donc que les gens prudents peuvent effectivement aussi commettre des erreurs. C'est tellement vrai que les Japonais ont dû renoncer à toute forme de bénéfices pour leurs citoyens au cours des 20 dernières années afin de permettre à leurs banques de reconstituer leurs liquidités et recouvrer leur rentabilité en évitant d'avoir une valeur nette négative. C'est ma façon de voir la situation. Ils vont vous présenter les choses différemment, mais c'est ce que je crois qui est arrivé.

Comment protéger le système financier? Selon moi, c'est entièrement une question de marge de couverture. Un courtier en valeurs mobilières doit se demander de quelle marge on dispose pour consentir un prêt et quelle est la solution qui convient pour chaque cas particulier. Je n'ai pas travaillé très longtemps dans le secteur du courtage, mais je peux vous dire que l'on pouvait généralement emprunter 50 cents pour chaque dollar de valeur. Il est maintenant possible, dans la plupart des cas, d'emprunter 75 cents pour chaque dollar, ce qui fait que la marge est plus grande qu'auparavant.

Chaque fois que je pense à la question de la marge de couverture, le fiasco de NASDAQ me vient à l'esprit. Toutes les actions étaient vendues à des multiples de leur valeur dans une proportion qui dépassait l'entendement. Pourquoi n'avons-nous pas haussé les exigences relatives aux marges de couverture? Nous ne voulions pas tuer la poule aux œufs d'or, mais celle-ci courait de toute façon à sa propre perte. Cela m'apparaît comme la mesure la plus logique à prendre à ce moment-là. Il fallait accroître les exigences relatives à la marge pour freiner la spéculation.

C'est dans ce contexte que j'observe la situation qui prévaut actuellement sur le marché chinois — qui a enregistré une croissance de 100 p. 100 en très peu de temps. Pas moins de 240 000 comptes de courtage ont été ouverts la semaine dernière seulement. C'est tout à fait incroyable.

Le sénateur Angus : Dans quelle ville se trouve votre bureau en Chine?

M. Sprott : Nous devrions être présents dans toutes les villes.

It is worrisome that these things can get frothy in time. There are issues over there that are oversubscribed by hundreds of times. It makes you sit back and wonder what you can do to mitigate overzealousness.

I think margin is obviously the answer that is the easiest to use. If you just raise margin requirements, that slows everyone down. I cannot remember the last time we saw a margin increase; it has been a long time. We have seen margin decreases, though. As well, we see instruments created that essentially are allowing more margin, if you will, more leverage, lots of instruments that give you more leverage.

Senator Ringuette: I must say that I am very naive regarding these issues of grandeur. From your comments, I do understand your major concern in regard to what is happening with the lending mania in the U.S. and our economy being so tied to it — and what happens in the event of a hiccup.

You said that 80 per cent of the outstanding derivatives is with three U.S. banks. You said also that a lot of the lending is in the housing market. Is there another sector that we should be looking at for indications?

Mr. Sprott: In essence, with the outstanding derivatives being as large as they are, and the liquidity being as big as it is — you create liquidity by increasing your leverage. I cannot say that there is another area that is abused.

Having studied the real estate market and the evolution of the real estate market in the U.S., you could see that there were many issues, and, unfortunately, it got down to the guy in the street, who was convinced to do things he never should have been convinced to do.

I read story after story about an individual saying that he or she did not understand the adjustable rate mortgage, and they did not. It was probably not well explained to them, that two years from now the rates are going down and we as a lender think your house value is going up so we are not worried. The minute the house value did not go up, the lender got worried.

I do not know where else I would point the finger. There is lots of leverage in the system, whether it is lending to hedge funds or lending to private equity now. You see these gargantuan transactions taking place, which obviously require lending. These people do not have \$25 billion sitting around in their bank account.

However, I cannot point a finger at any specific area.

Senator Ringuette: Where do you see the U.S. military industry in this scenario?

Il est inquiétant de constater à quel point toutes ces choses peuvent apparaître futiles à un moment donné. Il y a des émissions là-bas qui sont sursouscrites dans des proportions de plusieurs centaines de fois. Cela nous amène à réfléchir sur les moyens à prendre pour atténuer de tels excès.

Je pense que l'intervention sur la marge est de toute évidence la solution la plus facile à mettre en œuvre. En haussant simplement les exigences de couverture, on ralentit les élans de tout le monde. Je ne me souviens pas de la dernière fois où l'on a augmenté ces exigences; cela ne date pas d'hier. Nous avons toutefois assisté à des assouplissements à cet égard. Nous avons également constaté la création d'instruments qui visent essentiellement à permettre une marge accrue, si vous me permettez l'expression, un plus grand effet de levier; beaucoup d'instruments ont été mis sur pied à cette fin.

Le sénateur Ringuette : Je dois admettre toute ma naïveté relativement à ces questions. À la lumière de vos commentaires, je comprends que vous vous inquiétez principalement des effets de cette frénésie du prêt aux États-Unis sur notre économie, étant donné ses liens si étroits avec celle des Américains, et des répercussions d'un éventuel soubresaut.

Vous avez indiqué que trois banques des États-Unis détenaient 80 p. 100 des produits dérivés en circulation. Vous avez également fait état d'une activité de prêt soutenue dans le marché immobilier. Y a-t-il un autre secteur qui pourrait nous fournir des indications semblables?

M. Sprott : Essentiellement, étant donné la grande quantité de produits dérivés en circulation et l'importance des liquidités disponibles — on crée des liquidités en augmentant l'effet de levier. Je ne pourrais pas vous indiquer un autre secteur où il y a des excès semblables.

À la lumière de mon étude du marché immobilier et de son évolution aux États-Unis, je peux vous dire qu'il existait de nombreux problèmes et que, malheureusement, on a dû descendre jusqu'au simple citoyen pour le convaincre de faire des choses qu'il n'aurait jamais dû accepter.

Je lis sans cesse des commentaires de particuliers qui indiquent ne pas comprendre le concept de prêt hypothécaire à taux variable. Il est probable qu'on ne leur a pas fourni les explications suffisantes. On leur a dit que les taux allaient baisser dans deux ans, mais que cela ne préoccupait pas l'institution prêteuse, car elle estimait que la valeur de la résidence allait augmenter. Lorsqu'on constate que cette valeur ne s'accroît pas vraiment, le prêteur commence à s'inquiéter.

Je ne vois pas quel autre secteur je pourrais montrer du doigt. L'effet de levier joue un grand rôle dans le système, que ce soit via les prêts aux fonds de couverture ou sur le marché des souscriptions privées. On voit des transactions gigantesques être conclues, ce qui exige de toute évidence le recours aux prêteurs. Ces gens n'ont pas 25 milliards de dollars qui dorment dans leur compte de banque.

Cependant, je ne pourrais pas cibler un secteur en particulier.

Le sénateur Ringuette : Où situez-vous l'industrie militaire des États-Unis dans ce scénario?

Mr. Sprott: I do not make any connection between the U.S. military industry and what we are discussing. I may be totally wrong, but I do not see a connection there.

Senator Ringuette: Is the 80 per cent derivatives figure totally within the U.S. territory or are we looking at foreign?

Mr. Sprott: I think it would encompass world derivatives.

Senator Angus: Following up on the margin, relaxing the margin requirements, I just want to make sure I understand it. You are saying that because these investors are not getting enough leverage on the traditional type of investment they have been driven into these other areas where there is more leverage and credit available? When you say relaxed, I assume you want to go from 75 to 80; is that it?

Mr. Sprott: If you buy \$100 worth of a bank stock today, you can probably borrow \$75 of it from any broker —

Senator Angus: You can.

Mr. Sprott: — all on the assumption that stocks do not go down 25 per cent. You probably could have borrowed 75 cents on the dollar against an income trust as well, on the assumption —

Senator Angus: You still can.

Mr. Sprott: — that income trusts could never go down 25 per cent. Anything can happen in life. We saw examples in this country where if a person was leveraged a huge part of their capital was destroyed quickly because of leverage.

Senator Angus: In regard to relaxing the margin, I am thinking you are saying the opposite.

Mr. Sprott: I am not saying to relax the margin, I am saying the opposite, tighten it up.

Senator Angus: That is what I thought, but it came out the other way.

One of the things that has come to our attention — and not only in recent days of hearings; we went to the U.S. to meet some of the players there and got a sense of their take on it — is the common theme of conflicts of interest. We came away with a sense that this is something. The incidence of insider trading and conflicts of interest between lenders and borrowers is so rife that it is uncontrollable. It is equivalent, in my mind, to the rot that you are alluding to, the potential rot.

Could you comment on that? Is it as prevalent as we were told? Someone asked us one night, off-line, what we were doing down there. I said that we are looking into lessons that we can learn

M. Sprott : Je n'établis aucun lien entre l'industrie militaire américaine et les questions dont nous discutons aujourd'hui. Il est possible que je sois totalement dans l'erreur, mais je n'y vois aucune connexion.

Le sénateur Ringuette : Est-ce que la proportion de 80 p. 100 des produits dérivés se limite au territoire des États-Unis ou est-ce que cela inclut aussi des titres étrangers?

M. Sprott : Je pense que cela englobe des produits dérivés de partout dans le monde.

Le sénateur Angus : Pour revenir à la question de la marge de couverture et de l'assouplissement des exigences à cet égard, je veux simplement m'assurer de bien comprendre. D'après ce que vous nous dites, étant donné que les investisseurs n'obtiennent pas un effet de levier suffisant en utilisant les formes traditionnelles d'investissement, ils doivent se tourner vers ces autres secteurs qui offrent davantage de crédit avec l'effet de levier accru qui s'ensuit. Lorsque vous parlez de l'assouplissement des règles, je suppose que vous voulez passer de 75 à 80 p. 100; est-ce bien cela?

M. Sprott : Si vous achetez aujourd'hui une action bancaire d'une valeur de 100 \$, vous pourrez probablement emprunter 75 \$ en contrepartie de cette action auprès de n'importe quel courtier...

Le sénateur Angus : C'est effectivement possible.

M. Sprott : ... le tout étant fondé sur l'hypothèse que la valeur de l'action ne descendra pas de 25 p. 100. Vous auriez probablement aussi pu emprunter 75 cents pour chaque dollar investi dans une fiducie de revenu, suivant l'hypothèse...

Le sénateur Angus : C'est aussi effectivement possible.

M. Sprott : ... que les fiducies de revenu ne peuvent pas subir une baisse de 25 p. 100. Rien n'est impossible dans la vie. Nous avons eu au Canada des exemples de personnes qui ont vu une importante portion de leur capital s'envoler en fumée très rapidement en raison de leur taux d'endettement.

Le sénateur Angus : Pour ce qui est de l'assouplissement de la marge, je pense que vous dites en fait le contraire.

M. Sprott : Je ne dis pas que la marge doit être assouplie, je dis en fait le contraire, il faut resserrer le tout.

Le sénateur Angus : C'est ce que je croyais, mais c'est l'inverse qu'on a entendu.

Parmi les points qui ont été portés à notre attention — et pas seulement au cours de nos audiences des derniers jours; nous nous sommes rendus aux États-Unis pour rencontrer certains intervenants et avoir une idée de leur point de vue —, il y a le thème courant des conflits d'intérêts. Nous en sommes revenus avec l'impression que ce problème n'est pas sans importance. Les cas de transaction d'initié et de conflit d'intérêts entre prêteurs et emprunteurs sont si fréquents que la situation est devenue incontrôlable. Cela s'apparente, à mon avis, aux risques de corruption auxquels vous avez fait allusion.

Pouvez-vous faire des commentaires à ce sujet? Est-ce aussi fréquent qu'on nous le dit? Quelqu'un nous a demandé un soir, lors d'un entretien non officiel, ce que nous faisons ici. J'ai dit

from Long-Term Capital and Enron, as well as other situations — insider trading and conflicts of interest. The person's casual attitude to it blew us away.

Mr. Sprott: I do not have a comment on insider trading. If you are suggesting the potential of some financial institution that happens to be the prime broker of some hedge fund tipping them off that something will happen, or vice versa — I have no comment on that; I would never suggest that that is happening because I have no evidence of that.

The other question, what you described as conflict of interest, I would describe as mutual interest — the mutual interest of the lender and the hedge fund.

Senator Angus: That is a very good distinction.

Mr. Sprott: I mentioned that some hedge funds do 2 per cent to 3 per cent of all the trades on the NYSE. There is a tremendous flow of commissions going to the financial community from the hedge funds, plus the money that is made on the lending against the short positions, which is a bit of a no-brainer in terms of generating a return.

Even in Canada, I would say that hedge funds are probably regarded as better clients than other funds, perhaps substantially better clients than other funds, from an economics point of view. I think there is a mutual interest between the lender and the hedge fund because it is economic for both parties.

Senator Angus: Are the usual risk-management practices not followed?

Mr. Sprott: I do not know. I can only tell you that in the case of one, Long-Term Capital, it does not look like they were followed.

Are there other examples? I would guess there might be some examples, where someone might be running pretty lean in terms of his capital versus his commitment. I would think that might be the case.

Senator Angus: We recognize that there are lending sources other than the main banks. However, at the end of the day, Canada's financial system is heavily characterized by our chartered banks, of which there are so few compared to other jurisdictions, particularly in Europe, the U.S. and Japan. Your statistic of the three banks is resounding in this respect. One, maybe two, of our main chartered banks, the Commerce and the Royal, made some pretty hefty settlements. Yet the stocks keep going up, making one wonder how quickly it can happen.

Does the Canadian system have adequate safeguards through OSFI? As you said, you are more focused on the U.S. system because it is the dog that wags the tail. The new head of the Federal Reserve stated as recently as last Friday or Saturday that he does not want to tamper. This could be a case of it being only

que nous cherchions des leçons à tirer de Long-Term Capital, d'Enron et d'autres situations — des délits d'initié et des conflits d'intérêts. L'attitude nonchalante de cette personne nous a renversés.

M. Sprott : Je n'ai aucun commentaire à faire sur les délits d'initié. Si vous dites qu'une institution financière qui se trouve à être la maison de courtage de premier ordre d'un fonds de couverture pourrait donner des indices à quelqu'un sur ce qui va se produire, ou vice versa — je n'ai aucun commentaire à faire à ce sujet. Je ne dirai jamais que cela se fait, parce que je n'en ai aucune preuve.

L'autre question, ce que vous décrivez comme un conflit d'intérêts, je dirais qu'il s'agit plutôt d'un intérêt mutuel — l'intérêt mutuel du prêteur et du fonds de couverture.

Le sénateur Angus : C'est une très bonne distinction.

M. Sprott : J'ai dit que certains fonds de couverture représentaient de 2 à 3 p. 100 de toutes les transactions du NYSE. Le monde des finances touche d'importantes commissions sur les fonds de couverture, sans parler de l'argent fait sur les prêts sur les positions à découvert, qui génèrent un revenu sans trop d'efforts.

Même au Canada, je dirais que les fonds de couverture sont probablement perçus comme étant de meilleurs clients que d'autres fonds, peut-être même bien meilleurs, d'un point de vue économique. À mon avis, il y a un intérêt mutuel entre le prêteur et le fonds de couverture, parce que c'est économique pour les deux parties.

Le sénateur Angus : Les pratiques habituelles de gestion des risques ne sont-elles pas suivies?

M. Sprott : Je ne sais pas. Je peux vous dire seulement que dans le cas de Long-Term Capital, il ne semble pas qu'elles aient été suivies.

Existe-t-il d'autres exemples? J'imagine qu'il pourrait y avoir des cas où le capital serait peu élevé par rapport aux engagements. Je crois que ce pourrait être le cas.

Le sénateur Angus : Nous savons que les grandes banques ne sont pas les seuls prêteurs. Toutefois, au bout du compte, le système financier du Canada est fortement caractérisé par nos banques à charte, qui sont très peu nombreuses en comparaison à ce qu'on trouve dans d'autres pays, en particulier en Europe, aux États-Unis et au Japon. Vos statistiques sur les trois banques sont éloquentes à ce sujet. Parmi nos principales banques à charte, une ou deux, la Banque de Commerce et la Banque Royale, ont conclu des règlements de taille. Or, les actions ont continué de grimper, et on peut se demander à quelle vitesse cela peut se produire.

Le système canadien offre-t-il des mesures de protection suffisantes par l'entremise du BSIF? Comme vous l'avez dit, vous vous intéressez davantage au système américain, parce que c'est lui qui mène le bal. Le nouveau dirigeant de la Réserve fédérale a déclaré récemment, vendredi ou samedi dernier, qu'il ne

hedge funds and not leverage finance, between which you made a big distinction. Could you comment? Are we a little close to the line?

Mr. Sprott: There is no question that the entire financial world is interrelated because everyone is everywhere. There was a time 50 years ago where, if there was a problem in a bank in Canada, you simply closed the bank down and merged it with an existing bank — the depositors were not leaving; they stayed in the country. It was a closed system. I do not regard the system as being closed today, because it has become truly global with everyone going everywhere. If a problem occurs today, no matter where, I would venture to say that some of our banks will be involved, whether the biggest or the smallest. How can you guard against it? I do not know the answer to that question. You have to worry about other people having a problem and, depending on what you decide, you could show a little leadership and say what you think is good for us, and perhaps someone will adopt it.

The mention of the head of the Federal Reserve takes me back to a recommendation made by Chairman Greenspan about three or four years ago such that perhaps people should consider adjustable rate mortgages rather than fixed rate mortgages. He made this argument because, over the long run, the cost of adjustable rates has been lower than fixed rates have been.

However, it raises the question: How could you not try to deal with a situation where the rates increase? What if the rates go up? Someone locked into a fixed rate can do his financial planning for 10 or 20 years. With an adjustable rate, you are at the mercy of the system. The head of the Federal Reserve suggested it might be cheaper to do an adjustable rate. Now that they all have their adjustable rates, what has happened? All of them are in a bit of a jam. We have to be cautious about where we seek our best advice, and it is not an easy playing field. Obviously, I am one who assumes things can go bad.

Throughout this time, we have not talked about Enron, which is what you referred to, in that it unwound so fast and had so much leveraged money involved. There are many examples of this happening in the world.

Senator Angus: I was on this committee at the time the Barings Bank went down in a nanosecond. Our committee travelled to Toronto, to the trading rooms of the Toronto-Dominion Bank. This was the early, high-profile days of derivatives. That is what we are talking about today — those risks that were manifested in the Barings case were repeated in the Amaranth case, in the LTC case and in other cases that we do not hear about because the boys belly-up to the bar and prevent the loss of confidence to which you referred. Is that not what is happening?

Mr. Sprott: Certainly, that happened in some of those cases and, in others, such as Enron, they simply let them go down. All of us deal with the fallout later, and it is still happening in the form of outstanding litigation. We talked about prudent people

voulait pas intervenir. Ce pourrait être un simple cas de fonds de couverture, et non un financement par effet de levier, et vous avez fait une distinction claire entre les deux. Pourriez-vous faire des commentaires à ce sujet? Sommes-nous près de la ligne de démarcation?

M. Sprott : Il ne fait aucun doute que le monde des finances est relié, parce que tout le monde est partout. Il y a 50 ans, si une banque au Canada éprouvait des difficultés, on la fermait et on la fusionnait avec une autre — les déposants ne partaient pas; ils restaient au pays. C'était un système fermé. Ce n'est plus le cas aujourd'hui, puisque le système est devenu mondial, et tout le monde va partout. Si un problème surgit aujourd'hui, peu importe à quel endroit, j'irais jusqu'à dire que quelques-unes de nos banques seraient impliquées, que ce soit les plus grandes ou les plus petites. Comment pouvez-vous vous prémunir contre cela? Je n'ai pas de réponse à cette question. Vous devez craindre que d'autres aient des difficultés, et selon ce que vous décidez, vous pourriez faire preuve de leadership et dire ce qui, selon vous, serait bon pour nous, et quelqu'un adoptera peut-être votre recommandation.

La mention du dirigeant de la Réserve fédérale me ramène à une recommandation faite par le président Greenspan il y a trois ou quatre ans, qui avait dit que les gens devraient songer à des hypothèques à taux variable plutôt qu'à taux fixe. Il avait avancé cet argument parce que, à long terme, le coût des taux variables avait été plus bas que celui des taux fixes.

Toutefois, la question se pose : Comment faire si les taux augmentent? Qu'arrive-t-il alors? Un taux fixe permet de faire une planification financière sur 10 ou 20 ans. Avec un taux variable, vous êtes à la merci du système. Le dirigeant de la Réserve fédérale a laissé entendre que les coûts seraient plus bas avec un taux variable. Maintenant que tout le monde a des taux variables, que s'est-il produit? On est tous coincés. Il faut prendre conseil au bon endroit, et ce n'est pas un monde facile. Évidemment, je suis de ceux qui présument que les choses peuvent mal tourner.

Pendant ce temps, nous n'avons pas parlé d'Enron, ce dont vous avez mentionné, en ce sens que les choses se sont passées si rapidement et qu'il y avait tellement de capitaux d'emprunt en cause. On trouve de nombreux exemples de cela dans le monde.

Le sénateur Angus : Je faisais partie du comité lorsque la Barings Bank s'est effondrée dans une fraction de seconde. Le comité s'était rendu à Toronto, dans les salles de transactions de la Banque Toronto-Dominion. C'était à l'époque où les dérivés faisaient leur apparition et étaient très médiatisés. C'est ce dont nous parlons aujourd'hui — les risques qui sont apparus dans l'affaire Barings se sont répétés dans l'affaire Amaranth, dans l'affaire LTC et d'autres cas dont on ne parle pas, parce que les responsables se regroupent et évitent de perdre la confiance dont vous avez parlé. N'est-ce pas ce qui se produit?

M. Sprott : Certainement, c'est ce qui s'est produit dans certains cas, et dans d'autres, comme Enron, ils ont simplement laissé les choses dégringoler. Nous en subissons tous les retombées, et les litiges se poursuivent. Nous avons parlé des

making prudent decisions; I can give you examples of prudent people not making prudent decisions. Senator, you raised Enron, and that is my reference.

In hindsight, it does not seem prudent, and I have the benefit of 20/20 hindsight.

The Chairman: Mr. Sprott, your comments are correct. If you study the history since the 1960s, you will know that there has been a period in every decade when the system underestimated the risks. In the 1960s, we had sovereign loans because they provided fast, easy money. All of a sudden, it shook the banking structure with no warning signs. Then, we had big real estate, and that shook a number of Canadian corporations because everyone wanted to get into real estate. Then there was big oil and then the Internet boom.

In each decade, there has been a series of seismic meltdowns. The job of this committee, as best we can in terms of the Canadian system, is to look at a few things: first, systemic risks to our economy from the perspective of the financial sector; second, whether government structures within the sector are fair, appropriate and transparent so that people can invest with confidence; and, obviously, consumer protection.

Allow me to relate a couple of suggestions, to see if they meet your concerns. You talked about not keeping track of risk, that, in effect, we are overleveraging the security when a number of these funds hedge on the same risk. One of the suggestions made in the United States, which we tested here, was to establish an international clearing house of risks so that, in effect, there is no double-dipping on the risk. How would you feel about that as a safeguard? Would it work? We had it before; it was the origin of the international banking system when the question of settlements was a problem in the 1920s and 1930s. That resulted in the Bank of International Settlements, which has its head office in Basel, Switzerland, and they felt it was a good way to clear it. Have you looked at this question? What are your comments on that?

Mr. Sprott: Mr. Chairman, I have not looked at that and whether it would work. I cannot imagine all parties agreeing to it because it is almost impractical that all would agree. Unfortunately, the financial system is thriving opportunistically on risk and leverage, which is why they constitute such a very large part of our economic profits today. I cannot imagine that they would buy into it, if you will.

Is it the answer? That is such a complicated question because I do not know how you would limit and who would be the judge that would limit the risk. That is the big problem.

gens prudents qui prennent des décisions prudentes; je peux vous donner des exemples de gens prudents qui ne prennent pas de décisions prudentes. Monsieur le sénateur, vous avez soulevé le cas d'Enron, et c'est ce dont je parle.

A posteriori, je vois bien que ce n'était pas prudent.

Le président : Monsieur Sprott, ce que vous dites est juste. Si vous étudiez l'histoire depuis les années 1960, vous saurez qu'il y a eu une période dans chaque décennie où le système a sous-évalué les risques. Dans les années 1960, nous avions les prêts consentis à des États parce qu'ils fournissaient de l'argent rapide et facile. Tout à coup, la structure bancaire a été ébranlée sans avertissement. Puis, nous avons eu l'immobilier, qui a secoué bon nombre de sociétés canadiennes parce que tout le monde voulait aller dans cette direction. Puis il y a eu le pétrole, puis la flambée d'Internet.

À chaque décennie, il y a eu une série d'effondrements sismiques. Le travail de notre comité est de faire de son mieux pour examiner certaines choses qui touchent le système canadien : premièrement, les risques systémiques pour notre économie, du point de vue du secteur des finances; deuxièmement, voir si les structures que le gouvernement a mises en place dans le secteur sont justes, appropriées et transparentes pour que les gens puissent investir en toute confiance; et, évidemment, la protection des consommateurs.

Permettez-moi de présenter quelques suggestions, pour voir si elles répondent à vos préoccupations. Vous avez dit qu'on ne tenait pas compte des risques, qu'il y avait un surendettement sur les titres lorsqu'un certain nombre de ces fonds couvrent les mêmes risques. Une des suggestions faites aux États-Unis, que nous avons examinée ici, était d'établir une chambre de compensation internationale des risques pour éviter qu'on se serve deux fois à la même assiette. Que pensez-vous de pareille mesure de protection? Serait-elle efficace? Nous en avons eu une auparavant; c'était à l'origine du système bancaire international, lorsque le problème des règlements a fait surface dans les années 1920 et 1930. Cette situation a conduit à la mise sur pied de la Banque des règlements internationaux, dont le siège social se trouve à Bâle, en Suisse, et on a cru que c'était une bonne façon de régler les choses. Avez-vous songé à cette question? Que dites-vous à ce sujet?

M. Sprott : Monsieur le président, je n'ai pas examiné cette question et je n'ai pas cherché à savoir si cette solution fonctionnerait. Je ne peux pas imaginer qu'elle aurait l'assentiment de toutes les parties, parce que c'est pratiquement impossible. Malheureusement, le système financier tire profit des risques et de l'endettement, et c'est pourquoi ils constituent une si grande part des profits économiques d'aujourd'hui. Je ne crois pas que pareille chose serait acceptée.

Est-ce là la réponse? C'est une question très compliquée parce que je ne sais pas comment vous limiteriez le risque et qui serait l'arbitre qui limiterait le risque. C'est là le grand problème.

The Chairman: These are exactly the same questions that the international banking community and governments had to grapple with in the 1930s during the Depression. We are trying to examine these suggestions and recommendations to determine whether they have some validity and substance.

Senator Moore: You said that a derivative is a bet.

Mr. Sprott: Yes, it could be a bet, but someone might think it is not a bet because perhaps he is long and buys a credit default swap and thinks he is offsetting risk. However, all financial investments have risk attached.

Senator Moore: What is behind it? There is no tangible asset and no offsetting cash. Everything is leveraged in this game, which is on paper only.

Mr. Sprott: I am sure people in the banking community would answer it quite differently, that they have a loan or a mortgage and are going to write some credit default swap, and they have it, that that is a transaction that is now hedged.

I do not know what the individual who buys a credit default swap has on the other side of the transaction — because he is the one who has just taken on the risk of the mortgage failing. I do not know what he has on the other side to balance that.

I know the banking community seems to believe that it is a zero-sum game but I have a great deal of difficulty with that way of thinking. When you become that big, one little shift in any area can cause a problem.

Senator Moore: When an entity fund wants to unwind its derivative situation, what does it do? Do they go to the people who hold their securities and asking what we owe you?

Mr. Sprott: One of the problems with the derivatives business is that many of us do not know who is behind whom and, therefore, who holds the ultimate derivative. When you attend a trading function, you learn that derivatives are traded here and there and you might find that your credit default swap is owned by an insurance company in Germany, for example. You simply do not know.

Another problem in the derivative business has been settlement of trades. There are still a great many trades outstanding.

Senator Moore: What percentage, or how do you quantify it?

Mr. Sprott: It was so extensive that about 18 months ago a panel was convened to try to resolve outstanding derivative contracts. They have decreased the percentage that are failing, but there is still a substantive number of them.

Senator Moore: Can you put a figure to that? Are we talking about 10 per cent of the \$350 trillion?

Mr. Sprott: No, I do not think it would be that big. Rather, the number is more in the range of 5 per cent of trades outstanding for the last 90 days that have not settled.

Senator Moore: Is it because people have not been able to come up with the cash at the very end of this derivatives chain?

Le président : Ce sont précisément les mêmes questions que le monde bancaire international et les gouvernements ont dû se poser dans les années 1930, durant la dépression. Nous essayons d'examiner ces suggestions et ces recommandations pour voir si elles sont valables.

Le sénateur Moore : Vous avez dit qu'un dérivé, c'est un produit sur lequel on mise.

M. Sprott : Oui, ce pourrait être cela, mais on pourrait croire le contraire parce qu'on achète un swap sur défaillance et on croit qu'il compense le risque. Toutefois, tous les investissements financiers comportent un risque.

Le sénateur Moore : Qu'est-ce qui se trouve derrière? Il n'y a aucun actif tangible ni aucune liquidité compensatoire. Tout est emprunté dans ce jeu, qui ne paraît que sur papier.

M. Sprott : Je suis certain que les gens du monde bancaire répondraient bien différemment, qu'ils ont un prêt ou une hypothèque et qu'ils vont signer un swap sur défaillance et qu'ils ont cela, et que la transaction est maintenant couverte.

Je ne sais pas ce que la personne ayant acheté un swap sur défaillance a en contrepartie — parce que c'est elle qui vient de prendre le risque de l'hypothèque. Je ne sais pas ce qu'elle a pour compenser cela.

Je sais que le monde bancaire semble croire qu'il n'y a aucune somme en jeu, mais j'ai beaucoup de difficulté à accepter ce raisonnement. Lorsque vous devenez aussi important, un seul petit changement dans un secteur quelconque peut entraîner un problème.

Le sénateur Moore : Lorsqu'un fonds veut se départir de ses dérivés, que fait-il? Est-ce qu'on s'adresse aux gens qui détiennent les titres pour leur demander ce qu'on leur doit?

M. Sprott : Un des problèmes que posent les dérivés, c'est qu'on ignore souvent qui est derrière qui et, par conséquent, qui détient le dérivé. Lorsque vous assistez à une négociation, vous apprenez que les dérivés sont échangés ici et là et vous pouvez découvrir que votre swap sur défaillance appartient à une compagnie d'assurances en Allemagne, par exemple. Vous ne savez pas.

Un autre problème lié aux dérivés est le règlement des opérations. Bon nombre d'opérations ne sont toujours pas réglées.

Le sénateur Moore : Quel est le pourcentage, ou comment évaluez-vous cela?

M. Sprott : C'était tellement répandu qu'il y a environ 18 mois, un comité a été formé pour tenter de régler des contrats de dérivés. Il a réussi à diminuer le pourcentage des cas litigieux, mais il y en a encore beaucoup.

Le sénateur Moore : Pouvez-vous nous donner un chiffre? Parlons-nous de 10 p. 100 de 350 milliards de dollars?

M. Sprott : Non, je ne crois pas que ce soit autant. Ce serait davantage autour de 5 p. 100 des opérations qui ne sont pas réglées dans les 90 jours.

Le sénateur Moore : Est-ce parce que les gens n'ont pas réussi à obtenir l'argent liquide au bout de la chaîne des dérivés?

Mr. Sprott: They have to determine who the counterparty is so it can be settled, which is a little odd in a way. You would think that in our system of computers we would be able to identify the counterparty in order to settle the trade.

Senator Moore: Deal with the cash.

Mr. Sprott: I do not know why they do not settle; and it is odd. How many stock trades do not settle? They all settle, ultimately.

The Chairman: Going back to my earlier comment about the clearing house, it would come into play at that point of settlement.

Mr. Sprott, I have one last question on executive compensation. Mr. Sprott and I discussed this informally before he gave his evidence today, so this will not come as a surprise to him. This committee, under able former chairmanship of Senator Kolber, who has retired from the Senate, and his then deputy chairman, Senator Tkachuk, released a report in June 2003 entitled *Navigating Through "The Perfect Storm": Safeguards to Restore Investor Confidence*. The report contained recommendations dealing with executive compensation. More recently, on April 20, 2007, the United States Senate and the House of Representatives passed bills to allow shareholders a higher visibility in executive compensation. Obviously, this committee should examine that issue.

In respect of hedge funds, we heard the extraordinary news last week that three hedge fund managers received amounts that dwarfed any other compensation, on an annual basis, that I have heard about in the history of the world. Perhaps some kings did better than they, but that was never measured on the exchanges. Essentially, one hedge fund manager's annual compensation this year was \$1.7 billion. Mr. Sprott, you indicated that that amount is greater than the net worth of most Canadian companies. What is your comment on that? Obviously, I will not ask about your compensation or modalities but, even though your success has been extraordinary, I am certain your annual compensation is nowhere near that amount. What is your comment on that?

Mr. Sprott: Perhaps I will answer the question in this way: As a firm, we charge incentive fees, which all hedge funds charge. The Sprott Canadian Equity Fund charges an incentive fee, and if we beat the TSX our compensation is 10 per cent of the amount by which we surpass the TSX. That is what we earn.

The Chairman: If it goes up 10 per cent, you receive 1 per cent.

Mr. Sprott: If it is 10 per cent above the TSX, we would make 1 per cent. I would say that very few people have ever complained to me about the incentive fee they pay to us.

In the hedge fund business, we get paid 20 per cent over zero. Now, I will admit that is a little egregious. It is egregious to receive 20 over zero, but sophisticated people were prepared to go

M. Sprott : Ils doivent déterminer qui est la contrepartie pour en arriver à un règlement, ce qui est un peu étrange. On pourrait penser qu'avec l'informatique, on devrait être en mesure d'identifier la contrepartie afin de régler l'opération.

Le sénateur Moore : Parlez de l'argent liquide.

M. Sprott : Je ne sais pas pourquoi l'opération n'est pas réglée, et c'est étrange. Combien d'opérations boursières ne sont pas réglées? Elles le sont toutes, éventuellement.

Le président : Pour revenir à mon commentaire de tout à l'heure sur la chambre de compensation, elle entrerait en jeu à ce moment-là.

Monsieur Sprott, j'ai une dernière question sur la rémunération des cadres de direction. M. Sprott et moi en avons parlé tout à l'heure avant qu'il ne présente son témoignage aujourd'hui, alors cette question ne va pas le surprendre. Notre comité, sous l'habile présidence du sénateur Kolber, qui a pris sa retraite du Sénat depuis, conjointement avec le vice-président de l'époque, le sénateur Tkachuk, a publié un rapport en juin 2003 intitulé *Après « la tempête du siècle » : Rétablir la confiance des investisseurs*. Le rapport contenait des recommandations sur la rémunération des cadres de direction. Plus récemment, le 20 avril 2007, le Sénat et la Chambre des représentants des États-Unis ont adopté des projets de loi pour que cette rémunération soit mieux connue des actionnaires. Évidemment, notre comité devrait examiner cette question.

Concernant les fonds de couverture, nous avons entendu la nouvelle extraordinaire la semaine dernière, selon laquelle trois gestionnaires de fonds de couverture ont reçu des sommes faisant paraître dérisoire toute autre rémunération annuelle versée depuis le début des temps. Certains rois ont peut-être fait mieux qu'eux, mais cet argent n'a jamais été mesuré dans les échanges. Un gestionnaire de fonds de couverture a reçu cette année une rémunération annuelle de 1,7 milliard de dollars. Monsieur Sprott, vous avez dit que cette somme est supérieure à la valeur nette de la plupart des entreprises canadiennes. Que dites-vous à ce sujet? Évidemment, je ne vais pas vous demander quelle est votre rémunération ou vos autres modalités, mais même si votre succès a été extraordinaire, je suis certain que votre rémunération annuelle est bien loin de cette somme. Que dites-vous à ce sujet?

M. Sprott : Je vais vous répondre de cette façon : à titre de firme, nous demandons des honoraires d'incitation, comme tous les fonds de couverture. Le Sprott Canadian Equity Fund perçoit un honoraire d'incitation et si nous faisons mieux que le TSX, notre rémunération correspond à 10 p. 100 de la différence par rapport au TSX. C'est ce que nous gagnons.

Le président : S'il y a une hausse de 10 p. 100, vous recevez 1 p. 100.

M. Sprott : Si c'est 10 p. 100 au-dessus du TSX, nous ferions 1 p. 100. Je dirais que très peu de gens se plaignent des honoraires d'incitation qu'ils nous paient.

Dans les fonds de couverture, nous recevons 20 p. 100 au-dessus de zéro. Je dois admettre que c'est beaucoup. C'est énorme de recevoir 20 au-dessus de zéro, mais les gens étaient prêts à cela

there because these hedge funds delivered an out-sized return. Therefore, those people to whom you refer could charge what we would all agree is an excessive fee.

I believe the particular individual's name is Simon.

The Chairman: I believe the name was publicized and I believe it is James Simon.

Mr. Sprott: He might have had a fee of about 4 per cent up front and 44 per cent of what I make above zero. He could charge that fee because he has experienced some excessive returns. Without excessive returns, no one would pay that kind of fee. Interestingly, he was a professor of mathematics who learned some skills at beating the market, and he has done it for a long time. I have no idea what his returns are but they have been astounding because people agree to his fees. If you were to ask his customers whether they would like Mr. Simon to make \$3.4 billion next year, the answer would be yes, they would like him to make \$3.4 billion.

The Chairman: On that extraordinary note, Mr. Sprott, we will conclude the hearings for today. I would like to your family — who are sitting here in the hearing: your sister-in-law, Jenny Sprott, your brother, Doug Sprott, and Vizma Sprott, your wife. Mr. Sprott, you provided interesting and compelling evidence that will be beneficial to the committee in its deliberations.

The committee adjourned.

OTTAWA, Thursday, April 26, 2007

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met this day at 10:50 a.m. to examine and report upon the present state of the domestic and international financial system. Topic: Study on hedge funds.

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

[*English*]

The Chairman: I want to welcome you, gentlemen. You are part of our continuing study in the hedge funds. We are being seen from coast to coast to coast by television. We are also being covered by the World Wide Web. I also want to welcome our audience from across Canada. The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce was in New York City last October to have an intensive discussion about a number of issues within this committee's mandate. We are here to consider hedge funds, a new financial instrument and a new financial vehicle that has been growing like Topsy. During our discussion with the U.S. regulators and representatives of the financial services sector, hedge funds emerged as a key issue. The sector was valued at that time at approximately \$1.1 trillion in assets globally. Since that time, the newest numbers we have received show it exceeds \$1.7 trillion, larger than most economies in the world. Canadian hedge funds were estimated at \$26.6 billion in 2004. We know it is

parce que ces fonds de couverture ont donné un rendement démesuré. Par conséquent, les gens dont vous parlez pouvaient imposer ce qui, selon nous tous, constitue des frais excessifs.

Je crois que cet homme s'appelle Simon.

Le président : Je crois que son nom a été publié et qu'il s'agit de James Simon.

M. Sprott : Il a dû avoir des honoraires d'environ 4 p. 100 pour commencer et 44 p. 100 de ce que je fais au-dessus de zéro. Il pouvait exiger ces frais parce qu'il a enregistré des rendements excessifs. Sans cela, personne ne paierait ces honoraires. Chose intéressante, c'était un professeur de mathématiques qui a appris à faire mieux que le marché, et c'est ce qu'il fait depuis longtemps. J'ignore quels sont ses rendements, mais ils sont fabuleux parce que les gens acceptent ces frais. Si vous demandez à ses clients s'ils aimeraient que M. Simon fasse 3,4 milliards de dollars l'an prochain, la réponse serait oui.

Le président : Sur cette note extraordinaire, monsieur Sprott, nous allons conclure les audiences d'aujourd'hui. J'aimerais saluer les membres de votre famille qui ont assisté à la réunion : votre belle-sœur, Jenny Sprott, votre frère, Doug Sprott, et Vizma Sprott, votre épouse. Monsieur Sprott, vous avez offert un témoignage intéressant et déterminant qui sera utile aux travaux du comité.

La séance est levée.

OTTAWA, le jeudi 26 avril 2007

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui à 10 h 50 pour examiner, afin d'en faire rapport, la situation actuelle du régime financier canadien et international. Le sujet à l'étude : les fonds de couverture.

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

[*Traduction*]

Le président : Je voudrais vous souhaiter la bienvenue, messieurs. Vous êtes ici dans le cadre de l'étude que nous effectuons sur les fonds de couverture. On nous regarde à la télévision d'un océan à l'autre et partout dans le monde grâce à Internet. Bienvenue à notre auditoire canadien. Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce s'est rendu à New York en octobre dernier afin de tenir des discussions poussées sur un certain nombre de sujets relevant de son mandat. Nous sommes ici pour nous pencher sur les fonds de couverture, nouvel instrument et véhicule financiers ayant poussé comme une mauvaise herbe. Au cours de nos discussions avec des représentants du secteur des services financiers et des responsables de la réglementation aux États-Unis, les fonds de couverture sont apparus comme étant un élément clé. Les actifs du secteur étaient à ce moment-là évalués à environ 1,1 billion de dollars dans le monde. Des chiffres nous ont depuis été

a much larger number, but frankly we have not been able to put our mind around what the exposure is from the Canadian aspect in terms of Canadian assets.

We also heard about hedge funds during our recent study of the consumer issues in the financial services sector. In our report on this topic, we recommended the appointment of an eminent person to review appropriate regulatory oversight of hedge funds. Nevertheless, a key question remains regarding the extent to which and how, if at all, these types of financial products should be regulated or supervised to protect consumers, as well as the systemic stability of the domestic and global financial markets.

Today, I am delighted to have with us, as senators, my distinguished co-chair, Senator Angus, who will be the lead questioner. To the right side, but not necessarily to my right, is the distinguished investor and senator, a corporate guru, Senator Eyton. To my left is Senator Goldstein, an expert in law, especially in matters affecting bankruptcy. Next to him is one of our outstanding senators from Nova Scotia, Senator Moore, a long standing senator of this committee, well versed in all matters pertaining to the Maritimes, particularly his own province of Nova Scotia. A more recent addition next to him is Senator Ringuette from New Brunswick. We welcome her. She will play an increasingly important and increasingly visible role in this committee.

Last but not least, Senator Biron, a modest man, is an outstanding businessman and has more knowledge of business practices than anyone in the Senate.

You have a distinguished and eminent group of senators here to listen to your every word. From the Ontario Teachers' Pension Plan, one of the largest funds in Canada, we welcome Ronald Mock, Vice-President of Alternative Investments. We also have here, Neil Petroff, Senior Vice-President, Tactical Asset Allocation in Alternative Investments. How do you say that at night before you go to bed?

Anyway, I understand, Mr. Petroff, you will proceed. We have ample time, but I can tell you the senators are well versed on a number of these matters and we shall have penetrating and provocative questions.

Neil Petroff, Senior Vice-President, Tactical Asset Allocation and Alternative Investments, Ontario Teachers' Pension Plan: It is my pleasure to be here today and have the opportunity to share views and provide information to this committee regarding hedge

communiqués; ils indiquent que le secteur dépasse 1,7 billion de dollars, soit plus qu'une bonne part des économies nationales dans le monde. Au Canada, on estimait la valeur du secteur en 2004 à 26,6 milliards de dollars. Nous sommes certains que le chiffre est en fait beaucoup plus important mais, à dire vrai, nous n'avons pu cerner l'ampleur de l'exposition dans des avoirs spécifiquement canadiens.

Nous avons également entendu parler des fonds de couverture dans le cadre de notre étude des questions concernant les consommateurs dans le secteur des services financiers. Dans notre rapport sur la question, nous avons recommandé la nomination d'une personnalité éminente qui procéderait à un examen de la surveillance réglementaire nécessaire pour les fonds de couverture. Toutefois, le cas échéant, la portée et les modalités de la réglementation ou de la supervision de ces types de produits financiers restent une question clé, si nous souhaitons protéger les consommateurs, ainsi que la stabilité systémique des marchés financiers intérieurs et internationaux.

J'ai le plaisir d'être accompagné aujourd'hui de mes collègues sénateurs : mon coprésident distingué, le sénateur Angus, qui sera le premier à poser des questions; à ma droite, sans être nécessairement à ma droite sur l'échiquier politique, un investisseur et sénateur distingué ainsi qu'un gourou des affaires, le sénateur Eyton; à ma gauche, le sénateur Goldstein, spécialiste du droit, notamment des questions ayant trait à la faillite; à côté de lui, un des sénateurs remarquables venus de la Nouvelle-Écosse, le sénateur Moore, membre de longue date de notre comité, bien au fait des questions touchant les provinces maritimes, notamment la sienne, la Nouvelle-Écosse; à côté de lui, une recrue plus récente, madame le sénateur Ringuette, du Nouveau-Brunswick, que nous sommes heureux de compter parmi nous, car elle est appelée à jouer un rôle important et de plus en plus en vue au sein du comité.

Enfin, le dernier mais non le moindre, le sénateur Biron, qui est une personne modeste, mais un remarquable homme d'affaires connaissant mieux les pratiques d'affaires que quiconque d'autres au Sénat.

Bref, vous avez un groupe de sénateurs distingués et éminents suspendus à vos lèvres. Nous souhaitons la bienvenue aux représentants du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, l'un des plus gros fonds au Canada : Ronald Mock, vice-président des Placements non traditionnels, ainsi que Neil Petroff, vice-président principal de la Répartition stratégique de l'actif et des Placements non traditionnels. Il faut le dire trois fois avant d'aller se coucher.

Toujours est-il que c'est vous, monsieur Petroff, qui allez commencer, si je comprends bien. Nous avons largement le temps de discuter, mais je peux vous dire que les sénateurs connaissent bien plusieurs de ces enjeux et que nous aurons des questions perspicaces et audacieuses.

Neil Petroff, vice-président principal, Répartition stratégique de l'actif et Placements non traditionnels, Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario : Nous nous réjouissons d'être ici aujourd'hui pour échanger nos points de

funds. We, at Ontario Teachers' Pension Plan, have been involved in this type of investment since 1996 and have been a leading investor, globally, in this area.

In the next few minutes we intend to highlight what motivates a plan such as ours to invest in hedge funds, and key issues we see facing many institutional investors in the industry today.

I do not need to introduce us. You have done a good job. We represent Ontario Teacher's Pension Plan Board, which is based on 50-50 ownership between the government of the province of Ontario and the Ontario Teachers' Federation. We are a private pension plan managed to find retirement income for 271,000 Ontario teachers or former teachers. The current asset of this plan is \$106 billion. The Ontario Teachers' Pension Plan employs 582 staff, of which 179 are focused on investments. Today, the Ontario Teachers' Pension Plan has approximately \$9.6 billion, or roughly 9 per cent of the pension plan invested in hedge funds. These hedge fund investments are global, stretching from Asia to North America, including South Africa and South America.

To provide context to our presentation, the asset management industry broadly considers alternatives to include private equity, infrastructure, real estate, commodities, timber, and finally, hedge funds. We will focus our remarks today on hedge funds.

Why does Ontario Teachers' invest in hedge funds?

As the Nobel Prize winner, Harry Markowitz, showed in his paper, "Portfolio Selection" back in 1952, diversification of returns is one of the critical determinants of portfolio success. By success, we mean the ability to earn the required level of return over time while managing portfolio risk.

Herein lies one of the two major attractions of hedge funds to institutional accounts. The first benefit is that they act as portfolio risk reducers. Hedge funds can provide returns that do not go up or down with other investments such as stocks and bonds. Hedge funds offer correlation benefits to any portfolio. There are many different hedge fund styles to choose from, which result in a diversified portfolio of returns, not readily available from other investments.

The second major attraction of hedge funds for a plan such as ours is the excellent returns hedge funds offer, per unit of risk.

In this context, we are referring to the risk of the variability of returns over time. As an example, investing in any stock market index, you will receive \$1 of return for every \$2 of risk.

vue et donner au comité des renseignements sur les fonds de couverture. Nous, qui nous occupons du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, sommes familiers avec ce genre d'investissements depuis 1996 et nous nous démarquons dans ce domaine au niveau mondial.

Au cours des prochaines minutes, nous expliquerons ce qui motive les responsables d'un régime comme le nôtre à investir dans les fonds de couverture, de même que les grands enjeux qui se présentent à bon nombre d'entreprises du secteur aujourd'hui.

Inutile que nous nous présentions, vous l'avez très bien fait. Nous représentons le conseil du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, détenu à parts égales par le gouvernement provincial de l'Ontario et par la Fédération des enseignantes et des enseignants de l'Ontario. Ce régime de retraite est un régime privé responsable de la gestion du revenu de retraite de 271 000 enseignants et ex-enseignants de l'Ontario. L'actif actuel du régime s'établit à 106 milliards de dollars. L'organisme compte 582 employés, dont 179 s'occupent d'investissements. Aujourd'hui, environ 9,6 milliards de dollars, soit environ 9 p. 100 du régime de retraite, sont investis dans des fonds de couverture. Ces investissements sont répartis tous azimuts : Asie, Amérique du Nord, Afrique du Sud et Amérique du Sud.

Histoire de mettre les choses en contexte, il convient de préciser que, dans le secteur de la gestion des actifs, on considère que les « autres » investissements comprennent les titres de sociétés fermées, l'infrastructure, l'immobilier, les biens et services, les terrains forestiers et, enfin, les fonds de couverture. Aujourd'hui, nous nous attarderons à ce type de fonds.

Pourquoi les enseignants investissent-ils dans les fonds de couverture?

Comme l'a démontré Harry Markowitz, lauréat du prix Nobel, dans son article sur le choix des portefeuilles publié en 1952, la diversification des revenus de placement est l'un des grands déterminants du succès des portefeuilles. Par succès, nous entendons la capacité d'obtenir le niveau de rendement requis au fil du temps tout en gérant le risque associé aux portefeuilles.

C'est là où réside l'un des deux grands avantages des fonds de couverture pour les comptes institutionnels : ces fonds ont pour effet de réduire le risque associé au portefeuille. Ils peuvent donner un rendement qui ne fluctue pas avec d'autres investissements comme les actions ou les obligations. Ils procurent des avantages de corrélation à n'importe quel portefeuille. Il existe de nombreux types de fonds de couverture pouvant constituer un portefeuille diversifié de revenus que d'autres investissements ne peuvent donner sur-le-champ.

Le second avantage que présentent les fonds de couverture pour un régime comme le nôtre est l'excellent rendement qu'ils peuvent donner par unité de risque.

Dans ce contexte, le risque correspond à la variabilité du rendement dans le temps; par exemple, pour n'importe quel indice boursier, vous obtiendrez un rendement de 1 \$ pour chaque risque équivalant à 2 \$.

Hedge funds, on the other hand, because of their inherent characteristics, can provide a better risk-return ratio, namely \$2 of return for every \$1 of risk, the opposite of simply buying a passive stock index.

Like everything, however, there is never an advantage without a disadvantage. The great diversity of hedge funds to choose from, which is the advantage, means they are varied, complex, unique and require specialized skills to invest in them. These characteristics are also their disadvantages.

There are approximately 8,000 hedge funds globally. Not all are created equal or provide the same benefits cited above. The dispersion in quality, style and returns is immense.

The Ontario Teachers' Pension Plan invests in a subset of these 8,000 funds, which, we hope, are worthy of institutional assets, are profitable, meet our diversification and due diligence criteria and offer a low variability of return. Typically, they are arbitrage or stable-cash-flow funds.

Many hedge funds, and often those funds that provide media with the attention-grabbing headlines, are not the ones of interest to institutional investors. Widely varying and eye popping returns are not what institutions typically look for.

Investing in hedge funds requires an extensive amount of expertise including market experience, international finance, advanced mathematics, legal expertise, derivatives experience, portfolio construction and operational finance, to name a few.

Institutions often have, or hire, teams of specialists to conduct the necessary due diligence prior to investing in a hedge fund, and for ongoing monitoring.

Mitigating business risk, operational risk and market risk in these types of investments is critical. Hedge funds are rapidly evolving into strategies that no longer represent the simple equity hedge funds of yesterday. Indeed, some argue that the precise definition of hedge funds is difficult at best. We often describe them as private pools of capital. Strategies and investments executed by hedge fund managers are expanded significantly beyond those of years ago, and they will continue to change.

At one end of the spectrum, hedge funds can be as simple as equity long/short funds dating back to the 1950s, or as complex as multi-strategy funds who invest in private equity, infrastructure, insurance, drug royalties or even aircraft leasing.

Hedge funds now invest in both public and private market transactions. The trend for hedge funds to invest in private market transactions is only accelerating. Regulating these private pools of capital as if they are like public mutual funds will not be

En raison de leurs caractéristiques inhérentes, les fonds de couverture offrent un meilleur rapport risque-rendement, soit un rendement de 2 \$ pour chaque dollar de risque. C'est tout le contraire du simple achat d'un indice boursier passif.

Mais toute médaille a son revers. En raison même de leur avantage, à savoir leur grande diversité, les fonds de couverture sont complexes et uniques, et quiconque veut investir dans eux doit posséder des compétences spécialisées. Leur avantage en est donc aussi l'inconvénient.

On trouve environ 8 000 de ces fonds sur le marché mondial, mais ils ne s'équivalent pas tous et n'offrent pas les mêmes avantages que ceux que nous venons d'exposer. Les fonds de couverture diffèrent énormément sur le plan de la qualité, du genre et du rendement.

Notre organisme investit dans un sous-ensemble de ces 8 000 fonds qui, espérons-le, sont dignes des actifs institutionnels, sont profitables, répondent à nos critères de diversification et de diligence raisonnable et sont relativement stables. De façon générale, ce sont des fonds d'arbitrage ou des fonds stables orientés vers les libres mouvements de trésorerie.

L'univers des fonds de couverture en grande partie et souvent celui des fonds cités dans les manchettes ne sont pas ceux qui intéressent les investisseurs institutionnels. Des rendements qui fluctuent de façon extravagante ou de manière spectaculaire ne sont pas ce que recherchent généralement les institutions.

Pour investir dans les fonds de couverture, il faut s'y connaître, entre autres, en finances internationales, en mathématiques avancées, en principes juridiques, en produits dérivés, en création de portefeuilles et en finances opérationnelles, et il faut posséder une expérience des marchés.

Les institutions embauchent souvent des équipes de spécialistes ou y recourent pour faire le nécessaire avant d'investir dans des fonds de couverture et pour en surveiller le rendement.

Dans ce genre d'investissement, il importe à tout prix d'atténuer les risques économiques, opérationnels et liés au marché. Les fonds de couverture évoluent rapidement en stratégies qui ne représentent plus les simples fonds de placement d'hier. En fait, certains affirmeront qu'on peut difficilement mieux définir les fonds de couverture autrement qu'en parlant de capitaux privés mis en commun. Les stratégies et les investissements des gestionnaires de fonds de couverture se sont considérablement étendus depuis plusieurs années et continueront d'évoluer.

À une extrémité ou l'autre de la gamme, les fonds de couverture peuvent se résumer à de simples fonds de placements en compte/à découvert qui ont vu le jour dans les années 1950 ou consister en des fonds multi-stratégies investis dans des titres de sociétés fermées, l'infrastructure, l'assurance, les redevances sur les médicaments d'ordonnance ou même la location d'aéronefs.

Les gestionnaires de fonds de couverture investissent maintenant à la fois dans les marchés publics et privés, et la tendance qui consiste à investir dans les marchés privés s'accélère. Il peut être difficile voire illusoire de vouloir réglementer les

an easy task and perhaps even an illusive one. Many hedge funds now look like miniature versions of investment banks or investment bank proprietary trading desks.

It is important to note that the recent study published by École des hautes études commerciales, EDHEC, Risk and Asset Management Research Centre, entitled *Quantification of Hedge Fund Default Risk*, showed that a greater source of investment risk investing in hedge funds is operational risk, not market risk. By this we mean security settlement problems, valuation and accounting issues or fraud. While it is most common for regulators and the general population to worry about and focus on market risk, operational risk must be elevated in importance. These sentiments have been echoed by other regulators currently looking into hedge funds.

This same study has shown that, in the case of hedge fund blow-ups, operational risk exceeds investment strategy risk in more than half the collapses. Consequently, a critical area of our due diligence involves the managers' operational environment, namely independence of security and fund valuation; independence of reporting; and independence of administration.

This point leads us to one of the most important issues facing institutional investors today, and that is the issue of portfolio transparency. We believe it is necessary to have access at some level to a hedge fund manager's portfolio holdings to fulfill our fiduciary duty. This transparency, however, may take many forms. Regardless of the approach to transparency, we need it at some level. If we do not have it, we will not invest.

Concerning regulation of hedge fund managers, institutional investors or exempt investors will have oversight, legal remedies and due diligence processes in place to execute their fiduciary duty when investing in hedge funds, private equity, infrastructure, timber, real estate or other widely defined alternatives. Sophisticated market participants operate with tools available that retail investors do not have at their disposal.

We believe that exempt or accredited investor exemptions are a critical aspect of capital market dealings and securities regulations for us to maintain.

Our concern, as it relates to the complex world of hedge funds, is that in an attempt to provide retail investor access, ill-advised, rash or overly burdensome regulations may impact the hedge fund industry's growth negatively, or more likely, drive it to more favourable jurisdictions. We believe the committee needs to keep in mind firmly the current regulatory structure, which acknowledges and supports the difference between public markets

réserves de capitaux privés comme s'il s'agissait de fonds de placement ouverts publics. De nombreux fonds de couverture ressemblent maintenant à des versions miniatures de banques d'investissement ou de salles d'arbitrage des banques.

Il faut signaler que, selon une étude publiée récemment par l'EDHEC Risk and Asset Management Research Centre et intitulée *Quantification of Hedge Fund Default Risk*, ce ne sont pas les risques liés au marché qui compromettent le plus les fonds de couverture, mais les risques opérationnels, c'est-à-dire les problèmes de règlement des titres, d'évaluation et de comptabilité ou encore les fraudes. Bien que les organismes de réglementation et le grand public se préoccupent généralement des risques liés au marché, il faut estimer davantage les risques opérationnels. D'autres organismes de réglementation qui se penchent actuellement sur les fonds de couverture abondent dans ce sens.

La même étude révèle que, dans le cas de la montée en flèche des fonds de couverture, les risques opérationnels sont supérieurs aux risques liés aux stratégies d'investissement dans plus de la moitié des cas d'effondrement. Par conséquent, un aspect important de notre devoir de diligence raisonnable a trait à l'environnement opérationnel des gestionnaires, c'est-à-dire : l'indépendance sur le plan de l'évaluation des fonds et des entreprises; l'indépendance sur le plan de la reddition des comptes; enfin, l'indépendance sur le plan de l'administration.

Cela nous amène à une des questions les plus importantes qui se posent aux investisseurs institutionnels : la transparence des portefeuilles. Nous croyons qu'il est nécessaire d'avoir accès, à un certain niveau, aux avoirs en portefeuille d'un gestionnaire de fonds pour exercer notre devoir fiduciaire. Cette transparence peut cependant revêtir maintes formes. Peu importe l'approche utilisée pour garantir la transparence, nous en avons besoin à un certain niveau, à défaut de quoi, nous n'investirons pas.

En ce qui concerne la réglementation des fonds de couverture, les gestionnaires, les investisseurs institutionnels ou les investisseurs exonérés disposeront de processus de surveillance, de recours judiciaires et de diligence raisonnable pour exécuter leur devoir fiduciaire lorsqu'ils investissent dans des fonds de couverture, des titres de sociétés fermées, l'infrastructure, les terrains forestiers, l'immobilier et d'autres fonds largement définis. Les intervenants avisés qui participent au marché se servent d'outils que les investisseurs particuliers n'ont pas à leur disposition.

Nous croyons que les exemptions applicables aux investisseurs exonérés ou agréés représentent un aspect fondamental des règlements régissant les transactions sur les marchés financiers et les titres, et qu'il importe de les conserver.

Si nous nous préoccupons du monde complexe des fonds de couverture, c'est que nous souhaitons que les investisseurs particuliers y aient accès, alors que des règlements irréfléchis ou trop pesants risquent d'entraver la croissance du secteur, sinon de l'entraîner vers des administrations plus favorables. Nous croyons que le comité doit garder à l'esprit la structure réglementaire actuelle qui soutient la différence entre les marchés publics

under full disclosure, and private markets, *caveat emptor*, while recognizing the non-exempt, retail, and the exempt participants in the market.

This concludes our opening remarks, and Mr. Mock and I will be happy to answer questions.

Senator Angus: Welcome, gentlemen. It is always a privilege to have a discussion with the gentlemen from the teachers' plan. You seem to be in the news these days. I hope we have not taken you from other interesting activities this morning.

We are looking into hedge funds more from a Canadian point of view and a Canadian investor point of view, consumer protection, but we recognize that it is now a global business. We have had witness after witness tell us that our lending institutions, and other major institutions like yourselves, will turn up in hedge funds all around the globe. We understand that.

You indicate that you have a fairly substantial investment, \$9 billion I think you mentioned, in hedge funds.

Apart from the criteria you apply in choosing those investments, is there a common thread amongst the different hedge funds you invest in as to the degree of leverage employed or involved in those hedge funds?

Ronald Mock, Vice-President, Alternative Investments, Ontario Teachers' Pension Plan: The leverage in any hedge fund varies dramatically from style to style. Many hedge funds operate in public markets. As a consequence, they must operate within market limitations and, therefore, that can limit their leverage potential.

On the other hand, many hedge funds with different styles, unique styles, employ derivatives. Derivative contracts interface with banks and styles that may deploy more leverage than might be available to an equity hedge fund manager.

When questioning the amount of leverage that hedge funds employ, the answer is conditional on what style you are speaking about. Having said that, various studies through time have looked at the amount of leverage that hedge funds employ, and on average, across the entire hedge-fund universe, it is something of the order of 1.5 times or 1.75 times.

Fixed income strategies — swaps, bonds, credit derivatives and things of that nature — can employ significant leverage: five times, ten times, twenty times, some even higher. On the other hand, equity long/short funds will typically max out at two times leverage.

Coming up with an average across the industry is a difficult task, but it is one of the two degrees of freedom that hedge funds employ. A mutual fund manager can be long in stock or in cash. Those are the two things that they basically can do. Hedge fund managers have two more degrees of freedom. They can go short

(divulgarion complète) et les marchés privés (*caveat emptor*), tout en distinguant les participants non exonérés (particuliers) des participants qui ne le sont pas (institutions).

Sur ces mots s'achève notre déclaration préliminaire et c'est avec plaisir que M. Mock et moi répondrons à vos questions.

Le sénateur Angus : Bienvenue, messieurs. C'est toujours un honneur que de s'entretenir avec des représentants du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants. Vous semblez avoir la faveur des médias, dernièrement. J'espère que nous ne vous avons pas arraché à d'autres activités passionnantes, ce matin.

Nous examinons les fonds de couverture d'un point de vue canadien et du point de vue de l'investisseur canadien, de la protection du consommateur, mais nous reconnaissons que c'est maintenant une activité mondiale. Les témoins qui se sont succédé devant nous nous ont dit que nos institutions de prêt et d'autres grandes institutions comme la vôtre vont investir dans des fonds de couverture dans le monde entier. Nous savons cela.

Vous avez dit que vous avez investi une somme assez importante, neuf milliards de dollars, je crois, dans des fonds de couverture.

Mis à part les critères que vous appliquez pour choisir vos investissements, y a-t-il quelque chose de commun entre les différents fonds dans lesquels vous investissez en ce qui concerne le degré d'endettement?

Ronald Mock, vice-président, Placements non traditionnels, Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario : Le niveau d'endettement d'un fonds de couverture varie considérablement selon le style du fonds. De nombreux fonds de couverture fonctionnent sur les marchés publics. Ils doivent donc respecter les limites du marché et, par conséquent, limiter leur propre potentiel d'endettement.

D'autre part, de nombreux fonds de couverture dotés de styles différents, de styles uniques, ont recours à des produits dérivés. Les produits dérivés opèrent avec des banques et d'autres entités qui peuvent déployer un plus grand effet de levier qu'un gestionnaire de fonds d'action spéculatifs.

Lorsque l'on pose la question de l'effet de levier d'un fonds de couverture, la réponse dépend du style de fonds. Cela étant dit, diverses études au fil du temps ont examiné le niveau d'endettement auquel ont recours les fonds de couverture et en moyenne, pour l'ensemble des fonds de couverture, l'effet de levier est de l'ordre de 1,5 ou 1,75.

Les stratégies à revenu fixe — swaps, obligations, dérivés de crédit, par exemple — peuvent avoir d'importants effets de levier; deux fois, dix fois, vingt fois, parfois même davantage. D'autre part, les fonds de titre de position longue ou courte ont en général un effet de levier maximal de deux pour un.

Il est difficile d'établir une moyenne pour l'ensemble de l'industrie, mais c'est un de deux degrés de liberté qu'emploient les fonds de couverture. Un gestionnaire de fonds mutuel peut être en position longue en actions ou en comptant. C'est, pour eux, essentiellement les deux solutions possibles. Les gestionnaires

or they can employ leverage, typically. From an investment perspective, these extra degrees of freedom, in part, give hedge funds their unique response characteristic.

Leverage is an important point in the hedge fund world. Like any institution in banking or in the corporate environment, leverage can be utilized to a great end. In some cases, however, whether in hedge funds, stocks or anywhere else, excessive leverage can lead to problems. It is not unique to the hedge fund world.

Senator Angus: In terms of the investments in hedge funds that the Ontario Teachers' Pension Plan currently has on its books, is there a common thread? Are there more of the equity, standard kind of fund or are there more derivative style funds that grow from 5 per cent to 20 per cent?

Mr. Mock: Our investments would be closer to the lower end of the risk spectrum.

Senator Angus: Your answer, Mr. Mock, raises a question that was put before the committee yesterday by a gentleman from Toronto who is an alleged expert in the area, Eric Sprott of Sprott Securities. We had an interesting exchange with him. He asked us to be sure that, when using the generic term "hedge fund," we distinguish between the more standard type of equity fund and the derivative financing vehicles — trading in structured market products of leveraged debt. Do you have an additional comment in that area? This committee must look at both to determine what we perceive to be potential risk for Canadian investors, generally.

Mr. Mock: I think Mr. Sprott's comments are absolutely correct. Not to make your task even more insurmountable, however, the distinction is more fundamental than that. One of the greatest difficulties that you will find yourself bumping into as you look further into this subject, and hear greater testimony from many people, is today's definition of "hedge fund." Recently, in *Goldstein v. Securities and Exchange Commission*, in the United States, one of the most critical issues revolved around the definition of "hedge fund" and how it is different from private equity or many other private pools of capital. At one end of the spectrum, you have equity funds, and at the other end of the spectrum, you can have hedge funds that invest in aircraft leasing and insurance. They really are opportunistic pools of capital that move rapidly in terms of where they invest.

There is huge discussion in the marketplace today about structured market products and the leverage they employ. I agree that we are at a stage in the market cycle whereby much leverage in these structured market products is significant. Having said that, it is important to understand that although hedge funds utilize them, those products are not created necessarily by hedge funds and they are not necessarily bought by hedge funds. There are many, many groups in the market that become involved in the purchase or acquisition of parts of those kinds of structured

de fonds de couverture ont deux degrés supplémentaires de liberté. Ils peuvent être en position courte ou utiliser l'effet de levier. Du point de vue de l'investissement, ces degrés supplémentaires de liberté sont les caractéristiques qui donnent aux fonds de couverture leur possibilité de réaction unique.

L'effet de levier est important dans le monde des fonds de couverture, tout comme il l'est dans le secteur bancaire ou celui des affaires. L'effet de levier peut donner des résultats très importants. Dans certains cas, cependant, qu'il s'agisse de fonds de couverture, d'actions ou d'autres instruments, un trop grand endettement peut entraîner des problèmes. Ce n'est pas propre aux fonds de couverture.

Le sénateur Angus : Y a-t-il quelque chose de commun entre les différents fonds de couverture dans lesquels le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario a investi? Y a-t-il plus de fonds ordinaires composés d'actions ou y a-t-il plus de fonds de style dérivé qui ont une croissance de 5 à 20 p. 100?

M. Mock : Nos investissements se trouvent plutôt au bas de l'échelle de risque.

Le sénateur Angus : Votre réponse, monsieur Mock, soulève une question qui a été posée hier devant ce comité par quelqu'un de Toronto qui est reconnu comme un expert dans le domaine, Eric Sprott de Sprott Securities. Nous avons eu un échange de vues intéressant avec lui. Il nous a dit de veiller, lorsque nous utilisons l'expression générique « fonds de couverture », à faire la différence entre les fonds d'actions plus ordinaires et les instruments financiers dérivés — qui transigent dans les produits structurés utilisant des prêts à haut risque. Avez-vous d'autres observations à faire sur cette question? Le comité doit examiner les deux éléments afin de déterminer ceux que nous percevons comme étant un risque pour les investisseurs canadiens.

M. Mock : Selon moi, M. Sprott voit tout à fait juste. Toutefois, et pour éviter de rendre votre tâche insurmontable, il faut préciser que la distinction est encore plus fondamentale que cela. L'une des plus grandes difficultés auxquelles vous allez vous heurter en creusant ce sujet et entendant de nombreux autres témoins, c'est la définition même des « fonds de couverture ». Récemment, dans l'affaire *Goldstein c. Securities and Exchange Commission* des États-Unis, l'un des enjeux essentiels portait sur la définition de ces instruments financiers et sur la manière dont ils diffèrent du capital à risque privé ou des nombreux autres grands fonds de capitaux privés. À une extrémité de la gamme, on trouve le capital-actions et à l'autre, les fonds de couverture investis dans la location d'aéronefs et l'assurance. Il s'agit de grands fonds de capitaux conçus pour saisir les occasions et pour investir rapidement.

Aujourd'hui, on assiste à de vifs débats publics sur les produits structurés de ce genre et sur l'effet de levier auquel ils recourent. Je conviens qu'en ce moment, cet effet de levier est assez souvent utilisé. Cela étant dit, rappelons que, bien que les fonds de couverture se servent de ce mécanisme, ce ne sont pas nécessairement eux qui les créent ou qui les achètent. À part les fonds de couverture, un nombre considérable d'acteurs sur le marché en acquièrent ou en achètent des parties. Vus à travers le prisme des fonds de couverture, les produits structurés

market products, and so it is not specific to hedge funds. Looking at this structured product world through the eyes of the hedge fund world will allow you to see only a portion of the structured market products that is available. I agree with Mr. Sprott that of that particular market, we must be mindful at this stage in the cycle. On the other hand, hedge funds are a part of it but they are not the only part, and they might not even comprise as much as 50 per cent of those that are acquiring and purchasing those kinds of structured market products that are created, issued and sold by banks all around the world.

Senator Angus: That is interesting. Your document mentions that investing in hedge funds requires an extensive amount of expertise. It is obvious to us from what we have heard to date that it is a complex area of investing, and your last answer underlines that sentiment. In terms of any regulatory or oversight measures that we might recommend as a result of our hearings, we have been thinking in terms of the definition by the Investment Dealers Association of Canada, IDA, of “accredited investor.” However, you said that investing in hedge funds requires an extensive amount of expertise in the markets, international finance, advanced mathematics, legal experience, derivatives experience, portfolio construction and operational finance, to name only a few.

The Chairman: This investing is not available to our mothers directly.

Mr. Petroff: My mother would not know much about hedge funds. The point is when dealing with retail investors, understanding the product will be a challenge.

Senator Angus: That is where I am coming from.

Mr. Petroff: As an accredited institutional investor, the Ontario Teachers’ Pension Plan, OTPP, must exercise fiduciary its responsibility. We must see what positions go on at the level of the individual hedge fund manager. We have transparency in different forums. Some transparency is right on our computer screens and other is “for your eyes only,” so we physically go to see them. We have to see it in their shops any time we go.

I always think of hedge funds as not an asset class but as a group of trading strategies whereby the investment sits between fixed income and equities, and between the capital structure in a corporation — the senior debt, the subordinated debt, preferred shares and common shares — and the related strategies. We are finding arbitrage, and the funds in which we invest are low risk, we believe. They are arbitrage or convergence trades that ultimately receive a stable cash flow.

In understanding the retail investor grappling with the complexities of these strategies, I find that diversification is usually such that if they do not like the risk in stocks, they can

ne représentent qu’une partie de leur fonctionnement. Je conviens toutefois avec M. Sprott qu’en ce moment, il y a lieu d’être vigilants par rapport à ce marché. Par ailleurs, je le répète, les fonds de couverture font partie de ces instruments, mais ils ne sont pas les seuls, et ils ne forment peut-être même pas 50 p. 100 de ceux qui achètent et acquièrent ces produits structurés créés, offerts et vendus par les banques dans le monde entier.

Le sénateur Angus : C’est intéressant. Selon votre document, si l’on veut investir dans des fonds spéculatifs, il faut avoir de grandes compétences. En tous les cas, à en juger d’après ce que nous avons entendu jusqu’à ce jour, cette forme d’investissements est indiscutablement complexe, et votre dernière réponse vient de le confirmer. Pour les besoins des mesures réglementaires ou de surveillance que nous serions peut-être amenés à préconiser à la suite de nos audiences, nous nous sommes reportés à la définition d’un « investisseur accrédité » que donne l’Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, l’ACCOVAM. Toutefois, selon vous, investir dans des fonds de couverture nécessite de solides connaissances des marchés, des finances internationales, des mathématiques avancées, du droit, des instruments dérivés, du montage d’un portefeuille et des finances opérationnelles, entre autres.

Le président : Cette forme d’investissement n’est pas disponible directement pour nos mères.

M. Petroff : Ma mère ne connaîtrait pas grand-chose aux fonds de couverture. L’essentiel ici, c’est que les investisseurs particuliers doivent savoir que le fonctionnement d’un tel instrument est difficile à comprendre.

Le sénateur Angus : C’est à cela que je voulais en venir.

M. Petroff : En tant qu’investisseur accrédité, le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l’Ontario doit exercer sa responsabilité fiduciaire. Nous devons savoir quelles sont les situations financières par rapport à chaque gestionnaire de fonds spéculatifs. Notre transparence est assurée grâce à divers moyens. Certains comptes sont affichés à l’ordinateur tandis que d’autres sont plus confidentiels, ce qui nous oblige à nous déplacer pour en prendre connaissance. Nous devons en effet aller sur place, dans les bureaux à chaque fois que cela est nécessaire.

Pour ma part, j’ai toujours considéré les fonds de couverture, non comme une catégorie d’avoirs mais plutôt comme une série de stratégies d’opérations sur valeurs, où les investissements se situent à mi-chemin entre des obligations à revenu fixe et des actions, et aussi entre la structure des capitaux d’une société — la créance prioritaire, la dette de second rang, les actions privilégiées et les actions ordinaires — et les stratégies connexes. Nous estimons que les arbitrages et les fonds dans lesquels nous investissons sont à faible risque. Il s’agit d’arbitrages ou d’opérations sur valeurs à prix convergents, qui ont des rentrées de fonds stables.

Face à ces stratégies complexes, l’investisseur particulier a un vaste choix; si le risque inhérent aux actions en bourse ne l’attire pas, il peut se tourner vers les obligations à revenu fixe et si le

move into fixed income, and if they do not like the interest rate risk, then they can move into cash. We look at hedge funds as cash on steroids where we plan to earn a return above cash of about 5 per cent. That return does not seem like much but that 5 per cent value-added is transported to the entire OTPP portfolio, and because of the correlation benefit, it makes the entire portfolio a bit lower risk while achieving a better return.

If I were a retail investor, I would have difficulty doing the ongoing operational due diligence of any individual hedge fund. Even fund-of-funds investing, which is one level up, at times does. It is opaque to them so to put that extra layer of management and fees on the retail investor is not necessarily helping them to know what is going on.

Senator Angus: That is exactly true, especially in today's environment with all the factors. Yesterday, the Dow Jones Industrial Average went through an historical benchmark at 13,000. Mr. Sprott told us about a phenomenon called "lending mania" and the large amount of cash out there. It brings to mind Mr. Greenspan's comments around March 2000, or earlier, when he talked about exuberance and everyone wanting to get in on the action. The poor retail person was about five years behind the curve but is now hearing about these premium returns. The retail investor is likely wondering, why not get in on the action to have a chance at these higher 20 per cent to 30 per cent returns on investment. The folklore is evolving. It seems like such a no-brainer that we are almost tempted to prevent the retail investor from entering the area. Do you agree?

Mr. Mock: Picking up on the point that you referred to earlier in our opening remarks, when, as an institution, we conduct due diligence on a hedge fund, we cited many things involved in that process. There is a difference between conducting due diligence on one equity long/short hedge fund and conducting due diligence across some 30 available styles in which to invest under the hedge fund umbrella. We were not kidding when we said that all that expertise must be brought to bear. At the Ontario Teachers' Pension Plan, some people that are part of the due diligence team might have PhDs in mathematics for assessing highly complex strategies, others might have extensive credit backgrounds and others still might have bank lending backgrounds to look at other styles of hedge funds. One of the biggest issues we look at is whether a fraud could be perpetrated, which is an important issue. Mr. Petroff referred to that issue in his opening remarks. EDHEC has stated that it is probably one of the bigger risks inside hedge funds, bigger than market risk. From that perspective, we have people who are accountants, former auditors and forensic accountants to determine whether the money invested by the Ontario Teachers' Pension Plan could find its way outside a lock box where it is heading in a direction that it is not intended to go.

risque du taux d'intérêt ne l'intéresse pas non plus, il peut opter pour des liquidités. À nos yeux, les fonds de couverture sont des liquidités à puissance décuplée, dont nous prévoyons tirer un rendement d'à peu près 5 p. 100. Ça ne semble pas très considérable, mais cette plus-value de 5 p. 100 se répercute dans l'ensemble du portefeuille de notre fonds, qui, grâce à l'effet de corrélation, voit ses risques diminuer et ses bénéfices augmenter.

Si j'étais un simple investisseur, j'aurais de la difficulté à user de diligence raisonnable par rapport à un seul fonds de couverture, quel qu'il soit. Il n'est pas facile de le faire non plus lorsqu'on a investi dans un fonds de fonds, qui est pourtant plus considérable. C'est un instrument opaque, alors ajouter un autre niveau de gestion et encore d'autres frais ne va pas nécessairement aider l'investisseur particulier à savoir ce qui se passe.

Le sénateur Angus : C'est très vrai, surtout maintenant, compte tenu de tous les facteurs à prendre en compte. Hier, l'indice Dow Jones a dépassé son maximum antérieur de 13 000 points. M. Sprott nous a parlé d'une « manie du prêt » et des liquidités considérables qui sont disponibles. Ça rappelle les propos que tenait M. Greenspan vers mars 2000, ou avant; il parlait de l'exubérance et du fait que tout le monde voulait prendre le train en marche. Le simple investisseur était en retard de cinq ans par rapport à la courbe générale et il entendait parler de ces rendements exceptionnels de 20 et de 30 p. 100. Il se demandait probablement pourquoi il ne tenterait pas lui aussi sa chance. Les choses évoluent. Cependant, face à une telle situation, nul besoin d'être grand clair pour avoir envie d'empêcher le simple investisseur de se hasarder. Êtes-vous d'accord?

M. Mock : Pour revenir à vos observations, lorsque nous usons de diligence raisonnable par rapport à un fonds de couverture donné, ainsi que nous l'avons déjà dit en début de séance, cela recouvre bien des activités. C'est une chose que de faire preuve de diligence raisonnable par rapport à un seul fonds de couverture à rachat court/long, c'en est une autre lorsqu'on gère quelque 30 instruments différents réunis sous le titre générique de fonds de couverture. Nous ne plaisantons pas quand nous disions qu'il faut alors tirer parti de toutes les compétences possibles. Chez nous, parmi les membres de l'équipe chargée de cela, nous comptons parfois des titulaires de doctorat en mathématiques capables de décortiquer des stratégies très complexes, ou des gens ayant une vaste expérience du crédit ou des prêts bancaires et en mesure d'examiner d'autres formes de fonds spéculatifs. L'un des pires dangers pour ce genre de fonds, et ce que nous surveillons de très près, c'est l'éventualité d'une fraude, ce qui serait grave. M. Petroff a évoqué la question dans ses remarques liminaires. Selon l'EDHEC, il s'agit d'un des risques les plus graves pour les fonds spéculatifs, plus grave encore que ceux du marché. Compte tenu de cela, nous demandons à des comptables, à d'anciens vérificateurs et à des juricomptables de surveiller les sommes investies par le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario afin de savoir si elles risquent de sortir des voies étroites qui leur ont été tracées et d'aller dans une direction que nous n'avons pas choisie.

We do not operate in the sense of one person going out to have a quiet afternoon chat with a hedge fund manager to see if we want to invest. The due diligence process can take as long as three to six months, and longer at times, with a team of 10 to 15 people with varying specializations brought to bear on the issue.

When you inquire about our thoughts on whether retail investors should be involved in this investing, our view is that by replicating these kinds of skill sets to conduct appropriate and deep due diligence, like most institutions do when it comes to private equity investments, infrastructure investments or any other large private investments, the retail investor would find it difficult to access, deliver or have these kinds of skills. In fact, many retail investors might find it difficult to access some of these managers. I would go so far as to say that many hedge fund managers might not want retail investors involved in their funds. When they employ complex strategies, which is a benefit to markets and to market efficiency, it helps to have investors who understand such strategies, and who have the capacity to follow them along in their strategies rather than to have to explain some of these things that, unless investors have the relevant background, are not simple to explain.

Mr. Petroff: I will add a point. The fees that retail products offer are such that when the lower risk strategies offer, for example, T-bills plus 3 per cent to 5 per cent, all that percentage will be eaten away. At the end of the day, that investor receives no better return than regular T-bills interest rates, while assuming all the risk of fraud and having poor performing hedge funds. Of the 8,000 hedge funds in the market, we have about 200. These funds are at the low-risk end of the spectrum — convergence trading — and we believe in stable cash flows. You talked about returns of 20 per cent to 30 per cent, but we do not see those in our portfolio because many of them are market risks that we do not want to assume. We have so much market risk in our entire portfolio that we are seeking pure value-added, or pure alpha, without the market returns, or beta.

I look at the fees even on mutual funds that eat into investor returns, and at the hedge fund manager's fees, the fund-of-funds manager's fees, as well as the fees on principal protected notes. All those fees can cause investors to think they could have bought bonds and done better. Institutions could negotiate better fees and even better side letters that provide certain rights. I do not think the retail clients could even attempt to negotiate a side letter on preferential treatment.

Chez nous, nous n'envoyons pas une personne chez un gestionnaire de fonds de couverture pour s'entretenir avec lui à bâtons rompus afin de voir s'il y a lieu d'investir chez lui. Notre processus de diligence raisonnable peut exiger de trois à six mois, parfois encore plus que cela, et nécessite la participation active d'une équipe de 10 à 15 spécialistes.

Lorsque vous nous demandez si les investisseurs particuliers devraient participer à cette forme d'investissement, nous estimons qu'il leur serait difficile de le faire, car il faudrait qu'ils acquièrent et utilisent de vastes compétences, semblables à celles dont font preuve la plupart des grandes sociétés lorsqu'elles envisagent de mettre leur argent dans des fonds à capital de risque privés, dans des infrastructures ou dans d'autres grands investissements privés. Bon nombre de ces simples investisseurs auraient peut-être même de la difficulté à rencontrer certains de ces gestionnaires. J'irais même jusqu'à dire que beaucoup de ces gestionnaires de fonds de couverture ne tiennent peut-être pas non plus à ce que ces investisseurs particuliers aient accès à leurs fonds. Lorsqu'ils usent de stratégies complexes avantageuses à la fois pour les marchés et pour l'efficacité de ces mêmes marchés, il leur est utile de pouvoir compter sur des investisseurs qui s'y connaissent et qui sont en mesure de suivre leurs stratégies, plutôt que de devoir expliquer ce genre de choses. N'oublions pas que, sauf pour celui ou celle qui a une expérience pertinente, ces choses ne sont pas faciles à expliquer.

M. Petroff : J'ajouterai quelque chose. Les frais accompagnant les produits pour petits investisseurs sont tellement élevés qu'ils se trouvent à annuler les bénéfices qu'ils peuvent retirer d'investissement à faible risque comme les bons du Trésor avec de 3 à 5 p. 100 de plus. En fin de compte, le simple investisseur ne retirera pas plus que le rendement courant d'un bon du Trésor, tout en devant assumer tous les risques de fraude et ne tirant pas grand-chose d'un fonds de couverture à faible rendement. Sur les 8 000 fonds de couverture disponibles, nous en avons choisi 200. Ils sont à faible risque — les opérations sur valeur à prix convergent — et nous tenons à des rentrées de fonds stables. Vous avez parlé de rendement variant de 20 à 30 p. 100, mais vous n'en trouverez pas beaucoup dans notre portefeuille parce que leurs risques sont très élevés et que nous ne tenons pas à les assumer. Le reste de notre portefeuille comporte déjà beaucoup d'investissements à risque élevé et, par conséquent, ici, nous préférons des rendements purement à valeur ajoutée, soit des rendements alpha, sans le rendement du marché ou les rendements bêta.

Je tiens compte des frais qui grugent jusqu'à la plus-value des fonds mutuels, ainsi que des honoraires des gestionnaires de fonds de couverture et de fonds de fonds et enfin des billets à capital protégé. Ces produits financiers peuvent donner l'impression aux petits investisseurs qu'ils auraient mieux fait d'acheter des bons du Trésor. En revanche, les grandes sociétés sont en mesure de négocier des frais plus avantageux et des contre-lettres leur reconnaissant certains droits. Le petit investisseur, quant à lui, ne pourrait même pas tenter de négocier une contre-lettre lui accordant un traitement préférentiel.

Senator Goldstein: Thank you for your fascinating and useful presentation. We have heard a great deal about systemic risk, transparency and disclosure — all the buzz words. Clearly, in your position you have created de facto your own fund-of-funds and dealt with the hedge — I use that term generically because hedge funds is a misnomer nowadays — you have created your own useful risk vehicle for purposes of your huge fiduciary responsibilities. You have about 10 per cent of your aggregate assets there.

We also heard you and others speak to the fact that the retail investor, even the sophisticated investor and the one who qualifies as a sophisticated investor, is a cork bobbing in a sea when it comes to these kinds of investments. Retail investors do not have the skill set required for even a modest understanding of what is happening to their investments. That situation concerns me a bit more than anything else causes me concern. To the extent that the leveraged part of that hedge fund, generically speaking, is offered by self-regulated banks that watch what is happening to the money they lend, and perhaps a self-corrective is built into the system, the sophisticated individual investor is not at the mercy of a market-driven supply-and-demand system but rather is at the mercy of a risk-assessment-driven supply-and-demand system. That is different from the classic market.

I am a bit worried about what happens to even the sophisticated investor. I am also a bit worried about the non-sophisticated investor, who might buy 100 shares of BCE or other classic conservative shares. Again, the value of that investment is not driven by what we used to consider the normal market but is driven artificially by a demand process that is not necessarily the simple, usual market demand process. Can you enlighten us about the risks to the individual investor, sophisticated or not, in the context of the increasing activity of the hedge funds? I understand that 3 per cent to 5 per cent of the New York Stock Exchange volume each day is hedge fund purchases or sales. That is huge.

Mr. Mock: There are many points inside the comments you made, but I will try to tackle about three of them.

I will come out squarely on the side that hedge funds are good for markets. They are good for markets because they increase market efficiency and transfer or move capital into areas sometimes where capital is hard to come by. They are good for markets, they serve markets well and under normal conditions and operations they are things we want to have. That is the first point.

The second point is, in terms of the market, the impact on the market and how it affects the retail investor, when people invest in public markets whether in stocks or bonds, takeovers of companies — company acquisitions — through capital market regulation has been going on forever. It is not new news. It is out there. It is well governed. Capital market

Le sénateur Goldstein : Je vous remercie de votre exposé qui a été vraiment captivant et éclairant. Nous avons beaucoup entendu parler du risque systémique, de la transparence et de la communication de renseignements — ces expressions à la mode. Vous avez créé votre propre fonds de fonds et, par rapport aux fonds de couverture — et j'utilise l'expression de manière générale parce qu'elle peut prêter à des malentendus de nos jours —, vous avez donc créé votre propre outil de risque utile pour les besoins de vos immenses responsabilités fiduciaires. Cela représente à peu près 10 p. 100 du total de vos avoirs.

Vous et d'autres encore vous avez également dit que, par rapport à ces formes d'investissement, le simple investisseur, et celui qui passe pour tel, aussi avertis soient-ils, ne sont qu'un bouchon de liège ballotté par la mer. Ils n'ont pas les compétences voulues pour comprendre ne serait-ce qu'un peu ce qui se passe. C'est ce qui me préoccupe plus que toute autre chose. Dans la mesure où la part du fonds de couverture financée par un levier économique est offerte par des banques autoréglementées qui suivent l'évolution de leurs prêts et dans la mesure où il existe des mécanismes de rajustement dans le système, l'investisseur aguerri n'est pas à la merci d'un système reposant sur l'offre et la demande du marché, mais à la merci de l'évaluation du risque de cette offre et de cette demande. C'est différent du marché classique.

Je m'inquiète un peu de ce qui arrive même à l'investisseur averti. Je suis par ailleurs un peu inquiet de ce qui peut arriver à l'investisseur non averti qui pourrait acheter 100 actions de BCE ou d'autres actions conservatrices classiques. Encore une fois, la valeur de cet investissement n'est pas déterminée par ce que nous considérons auparavant le marché normal, mais elle est déterminée de façon plutôt artificielle par une demande qui n'est pas nécessairement la demande habituelle du marché, un processus simple. Pouvez-vous nous parler des risques pour l'investisseur individuel, averti ou non, dans le contexte de l'activité croissante des fonds de couverture? Je crois comprendre que les achats ou les ventes de fonds de couverture représentent entre 3 et 5 p. 100 du volume quotidien de la Bourse de New York. C'est énorme.

M. Mock : Vous avez abordé de nombreux points dans vos observations, mais je vais tenter de répondre à trois d'entre eux.

Je vous dirai d'emblée que les fonds de couverture sont bons pour les marchés. Ils sont bons pour les marchés car ils améliorent l'efficacité du marché et transfèrent ou déplacent le capital dans des secteurs où il est parfois difficile d'en trouver. Ils sont bons pour les marchés; ils desservent bien les marchés et, dans des conditions normales, c'est quelque chose que nous voulons avoir. C'est la première chose que je voulais dire.

La deuxième chose, en ce qui concerne le marché, c'est qu'il y a toujours l'incidence sur le marché et sur l'épargnant, lorsqu'on investit sur les marchés publics, que ce soit dans des actions ou des obligations ou encore dans les prises de contrôle d'entreprises, avec la réglementation du marché financier. Ce n'est rien de nouveau. Cela existe. C'est quelque chose qui est bien régi. Il y a

requirements are in place that everybody must follow, and it is a public disclosure, full disclosure, mind-set from a regulatory perspective.

Unless something has changed, earnings, book value, how corporations act, still carries the day in terms of investing over the long haul. I do not think hedge funds in any way, shape or form impact that and impact the way in which public markets operate. The U.S. Securities and Exchange Commission, SEC, the Ontario Securities Commission, OSC, and the Financial Services Authority, FSA, in London, have that well nailed down and well under control.

Where I think things are changing, and this becomes an important point, is the distinction between public market activity and public market regulation, where the philosophy, by and large, has been full disclosure, versus the private market, sophisticated market, exempt investor market, which is pretty much *caveat emptor*. We cannot lose sight of these two philosophies in here.

The problem is coming in, in that hedge funds used to be involved in public market trading, but with two more degrees of freedom. They could employ leverage and go short. Hedge funds are now part of the private marketplace. They are part of the private marketplace, but they now extend the kinds of things they do within that private marketplace. As we saw with the SEC's attempt to regulate this end of the private marketplace in the United States, it ran into difficulty. One reason it ran into difficulty is because it tried to differentiate between private equity on one hand and hedge funds on the other hand by bringing into play a definition that a hedge fund is two years less a day and private equity is something where investors are locked up for longer than two years.

The crux of the issue that regulators must deal with right now is that they are private pools of capital, they evolve rapidly, they operate in the *caveat emptor* part of the market as opposed to the true, full and plain disclosure part of the market, and they are hard to define, regulate and stay on top of.

A concern about leverage that typically comes into play here is, can structured products, over-leverage and too much lending blow up the markets? How will it affect long-term capital lending? All these market issues permeate the discussion on hedge funds. The reality of the situation is that the best way to look at what hedge funds do in the marketplace is where they all come together, and where they all tend to come together is largely through the investment dealers and the banking community. They are already regulated. They are already well overseen and watched. A good form of regulating the activity of hedge funds is through an already in-place vehicle.

des règlements en place que tout le monde doit suivre et il y a divulgation publique, divulgation complète, une mentalité bien ancrée du point de vue de la réglementation.

À moins que quelque chose ait changé, les gains, la valeur comptable, la façon dont les sociétés agissent, prévalent toujours lorsqu'on parle d'investissements à long terme. Je ne pense pas que les fonds de couverture, sous quelque forme ou de quelque façon que ce soit, aient une incidence sur ces éléments et sur la façon dont les marchés publics fonctionnent. La U.S. Securities and Exchange Commission, la SEC, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, la CVMO, et la Financial Services Authority, la FSA, à Londres, exercent un contrôle parfait sur toutes ces activités.

Là où les choses sont en train de changer à mon avis, et cela devient un point important, c'est concernant la distinction entre l'activité du marché public et la réglementation du marché public, où la philosophie, de façon générale, consiste à pleinement divulguer, tandis que, sur le marché privé, sur le marché averti des investisseurs exonérés, c'est le *caveat emptor* qui prime. Nous ne pouvons pas perdre de vue ces deux philosophies.

Le problème est au départ, en ce sens que les fonds de couverture étaient auparavant échangés sur le marché public, mais avec deux degrés de liberté de plus. Ils pouvaient employer des leviers financiers et vendre à découvert. Les fonds de couverture font maintenant partie du marché privé. Ils font partie du marché privé, mais ils ont maintenant amené sur le marché privé le genre de chose qu'ils faisaient. Nous avons constaté que la SEC avait tenté de réglementer cette partie du marché privé aux États-Unis et qu'il y avait eu des problèmes. L'une des raisons pour lesquelles il y a eu des problèmes, c'est qu'on a tenté d'établir une différence entre les souscriptions privées d'une part et les fonds de couverture d'autre part, en définissant un fonds de couverture comme un investissement de deux ans moins un jour et les souscriptions privées comme un investissement de plus de deux ans.

Le principal problème que doivent régler les responsables de la réglementation à l'heure actuelle, c'est que ce sont des mises en commun privées de capital, que ces fonds évoluent rapidement, qu'ils fonctionnent sur le marché selon la règle du *caveat emptor* plutôt qu'avec une vraie divulgation, une divulgation totale du marché, et qu'ils sont difficiles à définir, à réglementer et à contrôler.

Une préoccupation concernant l'effet de levier qui entre typiquement en jeu, c'est qu'on se demande si les produits structurés, le surendettement et trop de prêts risquent de gonfler les marchés. Comment est-ce que cela va affecter les prêts de capitaux à long terme? Tous ces problèmes du marché influencent le débat sur les fonds de couverture. La réalité de la situation, c'est que la meilleure façon de regarder ce que font les fonds de couverture sur le marché, c'est de voir où ils finissent tous par se rejoindre, et ils finissent tous par se rejoindre surtout par les courtiers et les milieux bancaires. Ils sont déjà réglementés. Ils sont déjà très bien surveillés. Une bonne façon de réglementer l'activité des fonds de couverture, c'est d'utiliser un véhicule qui est déjà en place.

When it comes to the retail investor — and I will preface this remark by saying we are not retailer investor experts, so we give you only some preliminary thoughts — given the expertise that is required to look into and monitor hedge funds, it will be difficult for the retail market to invest in hedge funds. Definitely, retail investors cannot do individual due diligence.

I will come back to your point about the sophisticated investor. Individual sophisticated investors that can meet the exempt criteria, whatever that is, do enter the marketplace. There is no question about it. Investors with \$150,000, in the U.S. or \$2.5 million will enter the marketplace, but they will probably tend to stay at the end of the marketplace that is readily understandable. That end of the marketplace buys and sells stocks, maybe buys and sells some fixed income products or a bit of credit or high yield.

It is important for the committee to understand that although that marketplace is a good chunk of the hedge fund industry, the hedge fund industry has extended itself way beyond that, significantly beyond that, into much more esoteric products. The industry continues to evolve. We have hedge funds involved in intellectual property and music publishing rights. We have hedge funds involved in aircraft leasing. We have hedge funds involved in purchasing and buying drug royalties. This activity is not public markets kind of stuff. The expansion of these strategies in a private market context has had a significant impact on what we would call a hedge fund globally going forward.

Senator Goldstein: I heard two things that in my mind are contradictory. Perhaps you can clarify them for me. On the one hand, you agreed with what I said earlier: The lenders who provide the leverage are themselves regulated and therefore one can say, within the system there are correctives that are protective in their nature.

On the other hand, you said that funds — I do not want to call them hedge funds anymore, because they become different — are investing in more and more esoteric products. If I understand you correctly, that investing may indicate a certain amount of concern and risk. Is there a dividing line or does there need to be a dividing line?

We are trying to grapple with the extent to which, if any, some type of regulation is appropriate or inappropriate. We heard both of you say that regulation is probably inappropriate because regulations are already there.

These products are becoming more and more sophisticated. Individual investors, although they are made aware of the fact that they must be careful about what they are doing, nevertheless are involved. They are involved in these sophisticated things. Is there not some kind of protective, disclosure or educational kind of tool that is necessary to warn them?

En ce qui concerne l'épargnant — et je dirai d'entrée de jeu que nous ne sommes pas des experts en ce qui concerne les épargnants, nous ne vous donnons que des points de vue préliminaires —, étant donné l'expertise qui est nécessaire pour examiner et surveiller les fonds de couverture, il sera difficile pour le marché du détail d'investir dans des fonds de couverture. Les épargnants ne peuvent certainement pas faire preuve individuellement de diligence raisonnable.

Je reviendrai à ce que vous disiez au sujet de l'investisseur averti. Les investisseurs individuels avertis qui peuvent répondre aux critères d'exemption, peu importe le critère, entrent effectivement sur le marché. C'est certain. Les investisseurs qui ont 150 000 \$, aux États-Unis, ou 2,5 millions de dollars, entreront sur le marché, mais ils auront sans doute tendance à rester à l'extrémité du marché qui est facilement compréhensible. Cette extrémité du marché achète et vend des actions, achète et vend peut-être certains produits à revenu fixe ou un peu de crédit ou de produits à rendement élevé.

Il est important que le comité comprenne que, même si ce marché représente une bonne partie du secteur des fonds de couverture, ce secteur est allé bien au-delà de cela, considérablement au-delà de cela, pour inclure des produits plus ésotériques. L'industrie continue d'évoluer. Il y a des fonds de couverture dans des droits de propriété intellectuelle et d'édition de musique. Il y a des fonds de couverture dans le crédit-bail pour des avions. Il y a des fonds de couverture pour l'achat de redevances de médicaments. Ce ne sont pas là des activités que l'on retrouve sur les marchés publics. L'expansion de ces stratégies dans un contexte de marché privé a eu un impact considérable pour ce qui est de l'avenir des fonds de couverture.

Le sénateur Goldstein : J'ai entendu deux choses qui, pour moi, sont contradictoires. Vous pouvez peut-être apporter un éclaircissement. D'une part, vous avez souscrit à ce que j'ai dit précédemment : les prêteurs qui fournissent l'effet de levier sont eux-mêmes réglementés et on peut donc dire que, dans le système, il existe des correctifs qui sont de nature protectrice.

D'un autre côté, vous avez dit que les fonds — je ne veux pas les appeler fonds de couverture, car ils deviennent différents — investissent de plus en plus dans les produits ésotériques. Si je vous ai bien compris, cette façon d'investir peut indiquer un certain risque ou soulever certaines préoccupations. Y a-t-il une ligne de démarcation ou doit-il y avoir une ligne de démarcation?

Nous tentons de comprendre dans quelle mesure une réglementation, s'il doit y en avoir une, serait ou non appropriée. Vous avez dit tous les deux que la réglementation était sans doute inappropriée car il existe déjà des règlements.

Ces produits deviennent de plus en plus complexes. Même s'ils sont mis au courant du fait qu'ils doivent être prudents, les investisseurs individuels font tout de même ce genre d'investissements. Ils investissent dans ce genre de produits complexes. Ne serait-il pas nécessaire d'avoir un genre d'outil d'éducation, de protection ou de divulgation pour les mettre en garde?

This is a free society. They can have \$2 million and do what they want with it. If they did not steal it, it is theirs. If they want to buy something that is silly, it is their privilege and their problem. Is it really a free market in that sense, or should we do something to let people know that they are playing with fire, as apparently they are?

Mr. Petroff: We have been investing in hedge funds for 11 years and we are still learning. We plan to continue our learning process. When people ask me what I do, I can give them a bit of an idea, but the information only scratches the surface. A little knowledge is dangerous. By giving someone a little knowledge where it scratches the surface, they say, I think I understand it. They then take their hard-earned dollars and invest in something they know little about, and I think they may be disappointed.

The education is ongoing, and I am not sure the current framework of brokers that make money by selling products is the one to teach them.

When I started, my broker said, "Buy this stock: It is good." I bought it and it went down, but the broker made money. In hedge funds, the same sort of thing will happen. It is a challenging area for the long/short managers, the convertible bond managers and the arbitrage managers. Each individual kind of strategy investors can understand, but those strategies are evolving. They come in and out of favour. The non-exchange-traded hedge funds will be the ones to grow in the future.

There is one other interesting sideline. Equity markets have a risk premium so that if investors buy stocks there is a point where they should earn a risk premium over time. The hedge fund market is an adversarial game where there is a winner and a loser. It is a zero-sum game but after fees it is a negative-sum game. By definition, for this hedge fund to win someone else must lose. That is why the stock market is such a good place. Over a long period of time, investors will earn a risk premium. That is not necessarily the case in these kinds of strategies.

The Chairman: Mr. Petroff, you made reference to a recent study published by the École des hautes études commerciales Risk and Asset Management Research Centre. Our tradition is if people refer to a study, we like to take a look at the study itself. Is it possible to get us a copy of that study so we can take a look at it?

Mr. Mock: I have one here today.

The Chairman: Thank you so much.

Nous vivons dans une société libre. Ils peuvent avoir deux millions de dollars et faire ce qu'ils veulent de cet argent. S'ils ne l'ont pas volé, cet argent leur appartient. S'ils veulent faire un achat inconsidéré, c'est là leur privilège et leur problème. Est-ce vraiment un libre marché en ce sens, ou devrions-nous faire quelque chose pour indiquer aux gens qu'ils jouent avec le feu, comme il semble que ce soit le cas?

M. Petroff : Nous investissons dans les fonds de couverture depuis 11 ans et nous sommes encore en train d'apprendre. Nous avons l'intention de poursuivre ce processus d'apprentissage. Quand on me demande ce que je fais, je peux l'expliquer en gros, mais de façon très superficielle. Or on sait qu'un peu d'information est une chose dangereuse. Lorsqu'on donne aux gens des renseignements généraux et superficiels, ils pensent qu'ils comprennent : parfois, ils prennent leur argent durement gagné et l'investissent dans un secteur qu'ils connaissent peu, si bien qu'ils risquent d'être fort déçus.

L'apprentissage est continu, et je ne crois pas que la situation actuelle, où les courtiers s'enrichissent en vendant des produits financiers, soit la bonne voie.

Quand j'ai commencé dans le métier, mon courtier m'a dit : « Achète les actions de la société X : elles sont bonnes ». J'ai acheté ces actions et leur cours a baissé, mais mon courtier, lui, a fait de l'argent. La situation est à peu près la même dans le domaine des fonds de couverture. C'est un secteur difficile pour les gestionnaires de fonds en cours et à long terme, les gestionnaires d'obligations convertibles en actions et les gestionnaires de fonds d'arbitrage. Les investisseurs peuvent comprendre chaque type de stratégies, mais ces stratégies évoluent sans cesse. À certains moments, certaines stratégies ont la cote, et ensuite ce sera le tour d'autres. Les fonds de couverture qui ne sont pas cotés en bourse sont ceux qui prendront de l'ampleur dans l'avenir.

Un autre aspect mérite d'être souligné. Les marchés boursiers comportent une prime de risque; ainsi, si un investisseur achète des titres, il devrait toucher ses primes de risque avec le temps. Dans le marché des fonds de couverture, il y a toujours des gagnants et des perdants. En fait, tout le monde y perd étant donné les frais qu'il faut payer. Par définition, pour qu'un fonds de couverture prenne de la valeur, quelqu'un d'autre doit perdre de l'argent. Voilà pourquoi le marché boursier est si intéressant. S'ils y restent pendant assez longtemps, les investisseurs toucheront une prime de risque. Toutefois, ce n'est pas nécessairement le cas avec ce genre de stratégies.

Le président : Vous avez fait mention d'une étude récemment publiée par le Risk and Asset Management Research Centre de l'École des hautes études commerciales. D'habitude, si des témoins mentionnent une étude, nous aimons pouvoir en prendre connaissance nous-mêmes. Pourriez-vous nous faire parvenir un exemplaire de cette étude?

M. Mock : J'en ai un ici même avec moi.

Le président : Merci beaucoup.

Senator Eyton: You mentioned in your opening remarks that you are in hedge funds, but on a global basis, certainly not in Canada.

Is there anything that you might describe as a Canadian hedge fund industry that could be seen as a separate overall undertaking?

Mr. Mock: There is a Canadian hedge fund industry, and it is growing. It is vibrant, healthy and getting better every year.

It is still less than 2 per cent of the hedge funds, globally. On the world scale, it is still relatively small, and, until recently, it has tended to be dominated by people who are doing equity long/short trading. This type of trading is probably one of the most basic approaches and styles in hedge funds. Recently, it started to change and will continue to evolve, as it is evolving in Asia, South America, Europe and elsewhere. There is definitely a Canadian hedge fund industry. It is growing continuously and doing well.

Senator Eyton: Does the Canadian industry, as it is developing, share the same characteristics as in other countries such as the U.S., U.K. or elsewhere? Might we be comforted in some way that we are a little more conservative, a little less exposed?

Mr. Mock: The first point is that I am not sure comforting is required here because the perception of the risk is out of proportion with what many legitimate and good hedge fund managers are all about.

I do not know that comfort is required here necessarily. The perception of hedge funds being risky is not misplaced but we look at hedge funds as risky probably because they are less understood than most investments. Should we be more concerned about hedge funds than we are about an Enron, Bre-X, Tyko, or anything else that might be out there, at any point in time?

The fact that hedge funds employ leverage tends to make people concerned, but oftentimes the way leverage is employed in a hedge fund is a little different than most people would consider.

Fundamentally, the Canadian hedge fund industry will evolve and develop as it has in Europe, the U.S., and elsewhere. There will not be any exception. Ideas on how to make money move rapidly around the planet these days and if a new strategy comes out in the U.S., it is not long before somebody in Canada, London, Singapore, or Hong Kong for that matter, will understand that strategy fairly rapidly.

Looking around the world, it is interesting to note that the hedge fund industry has grown rapidly in the U.S., and rapidly in London in particular. That growth will continue going forward.

Le sénateur Eyton : Dans votre déclaration liminaire, vous avez dit que vous travaillez dans le domaine des fonds de couverture, mais c'est sans doute dans un contexte mondial et non pas au Canada.

Au Canada, existe-t-il un secteur des fonds de couverture qui pourrait être considéré comme un secteur globalement séparé?

M. Mock : Il y a bel et bien un secteur de fonds de couverture au Canada, et il est en expansion. Il est solide, dynamique et s'accroît chaque année.

Il représente encore moins de 2 p. 100 des fonds de couverture dans le monde. À l'échelle mondiale, ce secteur est encore relativement petit et jusqu'à tout dernièrement, il était dominé par les gens qui se livraient à la vente à découvert et à l'achat sur option. Ce genre de transaction est probablement l'une des approches les plus fondamentales des gestionnaires de fonds de couverture. Elle a cependant commencé à changer et continuera d'évoluer, comme cela se passe actuellement en Asie, en Amérique du Sud, en Europe et ailleurs. Il existe bel et bien un secteur canadien des fonds de couverture qui s'accroît sans cesse et est assez prospère.

Le sénateur Eyton : Cette industrie canadienne en évolution présente-t-elle les mêmes caractéristiques que celles qu'on retrouve dans d'autres pays, notamment les États-Unis ou le Royaume-Uni? Pourrions-nous être rassurés de penser que nous sommes peut-être un peu plus prudents, un peu moins exposés aux risques?

M. Mock : Tout d'abord, je ne crois pas qu'il soit nécessaire de rassurer qui que ce soit puisque la perception du risque est exagérée compte tenu de la compétence de beaucoup de gestionnaires légitimes et avisés de fonds de couverture.

Je ne crois pas qu'il y ait lieu de rassurer nécessairement les gens à ce sujet. On considère les fonds de couverture comme des placements risqués, ce qui n'est pas faux, mais cette perception découle sans doute du fait qu'ils sont moins bien compris que d'autres types d'investissement. Devrions-nous nous faire davantage de souci à propos des fonds de couverture qu'à propos d'Enron, de Bre-Ex, de Tyko ou d'une autre société quelconque?

Les gens sont peut-être plus nerveux parce que les fonds de couverture font appel à l'effet de levier, mais ils le font souvent d'une façon un peu différente de ce qu'on envisage habituellement.

En définitive, le secteur des fonds de couverture au Canada va évoluer et se développer comme il l'a fait aux États-Unis, en Europe et ailleurs. Nous ne ferons pas exception à la règle. Les idées sur les façons de faire circuler l'argent rapidement partout dans le monde suscitent beaucoup d'intérêt par les temps qui courent et, si une nouvelle stratégie voit le jour aux États-Unis, il ne se passe pas beaucoup de temps avant que quelqu'un au Canada, à Londres, à Singapour ou à Hong Kong en prenne connaissance.

Si le secteur des fonds de couverture s'est développé dans le monde entier, il a connu un essor rapide aux États-Unis et, particulièrement, à Londres. Cette croissance se poursuivra. Nous

At some point, we need to separate these various tensions about hedge funds into their proper buckets. One of the critical buckets is market risk. People worry about the leverage, long-term capital, things that are big and scary and amaranthine. Those sorts of things all come to mind. That kind of risk is probably best addressed, in my view, through the bank regulation sector, the bank regulatory world and the securities dealers' regulations. They will have the best opportunity to regulate those kinds of market concerns most efficiently: fears, many people worry about. That is one tension, one area of regulation that makes a lot of sense to us.

On the other hand, the other area of tension and regulation is, should retail investors be allowed to move into this area, and should hedge fund managers be regulated?

My concern is that overly burdensome regulation of hedge fund managers will be like stepping on an air mattress. We might step on it on one part of the air mattress, and it will move off to some other location.

Senator Eyton: Can you cut that in two? You paired registration with overregulation. Would you, for example, accept that registration of administrators or managers might be a good thing?

Mr. Mock: The way the FSA and the SEC are considering looking at things now, both in slightly different directions, is to take a considered approach to this part of the private market world. The FSA in London has held back bringing lots of regulation into this area. They require all managers to register with the FSA, but the manner of regulation is a much lighter touch, which has been a view mentioned by regulators in the U.S.

The SEC is coming down clearly on the side of private markets as well by segregating private markets and accredited investors from the retail part of the world. It is important in Canada that we do not rush into an overly burdensome regulatory environment in the world of hedge funds but continue to acknowledge that they are predominantly private investment vehicles, and that status will be hard to shift.

If you asked many, many hedge fund managers if they wanted retail investors in their fund, you would probably be surprised to find that it would be a minority, definitely a minority.

To regulate hedge funds on behalf of the retail investor and to provide the retail investor with access to them may serve the purpose of regulating hedge funds but if you asked hedge funds if they want a huge proportion of retail investors in their funds, the vast majority would probably say no.

devrons à un moment donné faire la part des choses relativement aux inquiétudes que suscitent les fonds de couverture. Une des principales inquiétudes concerne le risque lié au marché. Les gens s'inquiètent de l'effet de levier, des capitaux à long terme, de choses qui les dépassent et les effraient. Ce sont ces choses qui leur viennent à l'esprit. Ces risques peuvent être atténués, à mon avis, par la réglementation du secteur bancaire et la réglementation des maisons de courtage. C'est ainsi qu'on pourra contenir le plus efficacement ces risques liés au marché, qui préoccupent beaucoup de gens. C'est un domaine qu'il est tout à fait logique de réglementer.

Il y a une autre source d'inquiétude qui pourrait également faire l'objet d'une réglementation. Devrait-on permettre aux petits épargnants de souscrire à des fonds de couverture et les gestionnaires de ces fonds devraient-ils être soumis à certains règlements?

Quant à moi, je crois qu'il ne servira à rien de réglementer les gestionnaires de fonds de couverture. Ce serait comme marcher sur un matelas pneumatique : l'air ne fera que se déplacer vers une autre partie du matelas.

Le sénateur Eyton : Pourriez-vous faire la distinction entre ces deux idées? Vous avez mis de pair l'inscription des courtiers et l'excès de réglementation. Seriez-vous prêt à reconnaître, par exemple, le bien-fondé de l'enregistrement des administrateurs ou des gestionnaires de fonds de couverture?

M. Mock : La FSA au Royaume-Uni et la SEC aux États-Unis ont toutes deux opté pour une approche réfléchie, quoique dans des directions quelque peu différentes, relativement à cette partie du monde des marchés privés. À Londres, la FSA s'est abstenue d'établir une foule de règlements dans ce domaine. Tous les gestionnaires doivent s'enregistrer auprès de la FSA, mais la réglementation a été beaucoup moins rigoureuse, et ce point de vue a été repris par les organismes de réglementation des États-Unis.

La SEC commence à prendre position clairement pour les marchés privés elle aussi, en séparant les marchés privés et les investisseurs agréés des petits épargnants. Il faut éviter, ici au Canada, d'assujettir les fonds de couverture à une trop lourde réglementation, sachant qu'il s'agit essentiellement de véhicules de placement privés et que cette caractéristique sera difficile à changer.

Si vous demandiez à un grand nombre de gestionnaires de fonds de couverture s'ils souhaitent que des petits épargnants souscrivent à leurs fonds, vous seriez probablement étonné de leur réponse car seule une minorité d'entre eux répondrait oui.

Si on veut réglementer les fonds de couverture, on pourrait le faire au nom du petit épargnant tout en lui donnant accès à ces fonds. Toutefois, si vous demandiez aux gestionnaires de fonds de couverture s'ils souhaitent qu'une forte proportion de petits épargnants investisse dans leurs fonds, la grande majorité d'entre eux vous répondrait probablement par la négative.

Senator Eyton: It seems to me you could divide hedge funds into those that dealt privately and those that dealt at the retail level. The ones that choose to deal at the retail level should have different requirements than the ones that deal with sophisticated investors.

Mr. Mock: That sounds reasonable and I would agree with something like that. However, you may find that the very benefits that all the regulators have seen that hedge funds can bring to a portfolio, diversification and all sorts of benefits, may not appear because only a small section of the hedge fund world would deliver their hedge funds to the retail market.

The Chairman: Are you suggesting that the rates of return would be different?

Senator Massicotte: It does not matter.

Mr. Mock: I am not saying that the rates of return would be dramatically different but rather that only a small subset would access the retail market for funds. The other issue is that globally, institutional private-money investors for pensions, endowments, et cetera, are showing up to provide hedge fund managers with capital. Investors are lined up at the private market level. Hedge fund managers are not starving for assets.

The other critical point to understand is that mutual fund and asset managers can manage \$10-billion to \$100-billion accounts because they are scalable. Hedge funds are not scalable investments. Many \$200-million hedge funds will close and take no more investors. There are some at \$1 billion and some at \$10 billion but \$200 billion and \$300 billion in hedge funds are not floating around the marketplace. A large hedge fund would have \$20 billion and you can count the number of them on two hands. These strategies are not scalable to take in retail investors all over the world. You cannot run a parallel thought process between hedge funds and the mutual fund industry. Where the mutual fund industry can grow and come up with products such as exchange-traded funds, ETFs, where billions can be invested around the planet, hedge funds do not work that way. As private equity is not as big as the mutual fund industry, so too the hedge fund industry is not as big as the mutual fund industry.

In fact, \$1.5 trillion to \$1.7 trillion under management sounds like a great deal of money in the hedge fund industry, yet it is less than 5 per cent of all the assets that are under management globally. It is still a small proportion of the asset management world.

Le sénateur Eyton : Il me semble qu'on peut séparer les fonds spéculatifs négociés en privé de ceux qui sont négociés auprès de particuliers. Ces derniers devraient avoir des exigences différentes de celles qui intéressent les investisseurs éclairés.

M. Mock : Cela me semble raisonnable et je suis d'accord avec vous. Cependant, vous pourriez constater que les avantages que, de l'avis de toutes les autorités de réglementation, les fonds spéculatifs peuvent apporter à un portefeuille, comme la diversification, entre autres, risquent de ne pas se concrétiser parce que seule une petite partie du milieu des fonds spéculatifs va s'adresser aux particuliers.

Le président : Est-ce que vous voulez dire que les taux de rendement sont différents?

Le sénateur Massicotte : Cela n'a pas d'importance.

M. Mock : Je ne dis pas que les taux de rendement sont radicalement différents, mais plutôt que seule une petite partie des investisseurs va offrir ce genre de fonds aux investisseurs particuliers. L'autre problème, c'est que, de façon générale, les investisseurs institutionnels d'argent privé qui s'occupent de fonds de pension, de fondations et le reste, viennent fournir des capitaux aux gestionnaires de fonds spéculatifs. Les investisseurs font la file sur le marché privé. Les gestionnaires de fonds spéculatifs ne sont pas à court d'actifs.

L'autre élément essentiel à comprendre, c'est que les gestionnaires de fonds mutuels et d'actifs peuvent gérer des comptes de 10 à 100 milliards de dollars parce que ces comptes sont échelonnables. Les fonds spéculatifs ne sont pas des investissements échelonnables. On trouve de nombreux fonds spéculatifs de 200 millions de dollars qui ferment et qui n'acceptent plus d'investisseurs. On trouve aussi des comptes d'un milliard de dollars et quelques-uns de 10 milliards de dollars, mais les fonds spéculatifs de 200 et 300 milliards de dollars ne sont pas légion sur le marché. On considère qu'à 20 milliards de dollars, on a un gros fonds spéculatif, et les fonds de ce type se comptent sur les doigts de la main. Ils ne sont pas échelonnables et ne peuvent pas accueillir tous les investisseurs particuliers du monde entier. On ne peut pas véritablement faire de parallèle entre les fonds spéculatifs et le monde des fonds mutuels. Alors que l'industrie des fonds mutuels peut prendre de l'expansion et proposer des produits comme les fonds cotés en bourse, où peuvent s'investir des milliards de dollars venus du monde entier, les fonds spéculatifs ne fonctionnent pas de la même façon. Les souscriptions privées ne sont pas aussi importantes que l'industrie des fonds mutuels et, de la même façon, l'industrie des fonds spéculatifs n'est pas aussi importante que l'industrie des fonds mutuels.

En fait, un montant géré de 1,5 à 1,7 billion de dollars peut sembler considérable dans l'industrie des fonds spéculatifs mais, pourtant, moins de 5 p. 100 de l'ensemble des actifs à l'échelle mondiale relèvent de cette catégorie. Ce n'est qu'une petite partie du monde de la gestion des actifs.

Senator Massicotte: I will speak to the same line of questioning as Senator Eyton. I will go back to the basics. Our purpose is to determine whether we should regulate or provide structure, and should the government or regulators become involved?

The starting point is sophisticated investors who can protect themselves from creditors, and then we have retail investors. Your summary is excellent: caveat emptor for the larger ones and try to have Big Brother overseeing and helping the retail investor; and we do it by way of prospectus. While you said that not many people would want to offer retail product, I presume you still agree with the prospectus approach. Regulation should not inhibit hedge fund providers to retail investors, subject to prospectus. Do you agree with that? Returns might not be adequate and there might not be many providers but, from a policy sense, I presume that you have no objection to that kind of policy or regulation remaining in place. Am I correct?

Mr. Mock: Once again, we are institutional investors and we are not experts in retail regulation. Having said that, for hedge funds that choose to provide access to retail investors, I recommend they be subject to all the same kinds of public disclosure issues that would be required. You might find yourself getting into difficulty if you put an intermediary with the expertise to look at these strategies between the retail investor and hedge funds. The person would be a fund-to-funds kind of intermediary. Then, you would need to be careful that the fund-to-funds stayed tightly within a range of what they were doing. If you were to wake up one day and take a regulated fund-to-funds business and allow it to invest in all kinds of unregulated or lightly regulated hedge funds, you might create a disconnect between the kinds of things they are investing in versus the kinds of things that a retail investor might think they are investing in.

You would bridge the two, in a way — the caveat emptor market with the full disclosure market — by putting in place such an intermediary. It would be akin to someone setting up a fund-to-funds for private equity of some kind and, thereby, linking the two markets with someone standing in the middle.

It is an interesting concept that many regulators seem to be pursuing. Having said that, because they are not necessarily allowing direct access to the retail investor to this more exempt private market, you would need to be careful with the way in which you set up the regulations linking those two markets through a fund-to-funds provider.

Senator Massicotte: Sophisticated investors have certain amounts of money and are likely to be smart enough to know what they want to do. More important, perhaps they are smart enough to realize that they should not mind losing their money.

Le sénateur Massicotte : Je vais enchaîner sur les questions du sénateur Eyton. Revenons-en aux choses élémentaires. Notre objectif est de déterminer s'il faut réglementer, proposer une structure ou faire intervenir le gouvernement et les autorités de réglementation.

Le point de départ, ce sont les investisseurs avisés, qui peuvent se protéger des créanciers, et ensuite viennent les investisseurs particuliers. Votre résumé est excellent : les plus gros investisseurs doivent être sur leurs gardes et les investisseurs particuliers doivent compter sur la surveillance de Big Brother; d'ailleurs on le fait au moyen de prospectus. Vous dites que les gens qui sont prêts à proposer un produit aux investisseurs particuliers ne sont pas très nombreux, mais vous approuvez, je suppose, la formule du prospectus. La réglementation ne devrait pas interdire aux fournisseurs de fonds spéculatifs de s'adresser aux investisseurs particuliers, sous réserve qu'ils les informent par des prospectus. En convenez-vous? Les rendements peuvent être insuffisants et les fournisseurs peu nombreux mais, du point de vue de l'orientation des politiques, je suppose que vous ne vous opposez pas à ce que cette forme de réglementation ou de politique reste en place. Est-ce bien exact?

M. Mock : Encore une fois, nous sommes des investisseurs institutionnels et nous ne sommes pas experts en matière de réglementation sur le marché de détail. Cela étant dit, pour les fonds spéculatifs qui choisissent d'accueillir les investisseurs particuliers, je recommande qu'ils soient assujettis à toutes les exigences de divulgation publique. On risque de se retrouver en difficulté si l'on confie à un intermédiaire expert le soin de surveiller les stratégies appliquées aux investisseurs particuliers par les fonds spéculatifs. La personne en question va être en quelque sorte un intermédiaire entre deux fonds. Il faudra donc veiller à ce qu'elle ne dépasse pas ses pouvoirs. Si l'on permet du jour au lendemain à une industrie réglementée d'investir dans des fonds spéculatifs non réglementés ou faiblement réglementés, on risque de créer un décalage entre ce type d'investissements et celui que croit faire l'investisseur particulier.

En mettant en place un tel intermédiaire, on ferait en quelque sorte le pont entre les deux, la divulgation intégrale restant la règle sur le marché où l'acheteur doit être sur ses gardes. C'est comme si on permettait les transactions d'un fonds à un autre pour les capitaux privés, établissant ainsi un lien entre les deux marchés, avec quelqu'un qui se tient en plein milieu.

C'est une formule intéressante vers laquelle de nombreuses autorités de réglementation semblent s'orienter. Cela étant dit, comme elles ne permettent pas nécessairement à l'investisseur particulier d'accéder directement à ce marché privé soumis à un plus grand nombre d'exemptions, il faudrait être très prudent dans la façon dont on établit les règlements qui font le lien entre ces deux marchés par l'intermédiaire d'un fournisseur de fonds à fonds.

Le sénateur Massicotte : Les investisseurs avertis disposent d'un certain montant d'argent et sont probablement assez futés pour savoir ce qu'ils veulent en faire. Et surtout, ils sont assez futés pour savoir qu'ils ne doivent pas avoir peur de perdre leur argent.

You noted that the most serious risk to hedge fund managers is the operating risk and not the market risk. Are you suggesting that the regulators be more involved than they are now, even for the sophisticated investor market? Are you suggesting that we encourage regulation for that sector of the marketplace, or that we continue to presume that these are sophisticated investors who know how to negotiate, select and lose money, and, therefore, we should not be involved?

Mr. Mock: I would say that, in our own backyard, we have two examples of fund-to-funds — Portus Alternative Asset Management Inc. and Nortia Capital Partners Inc. — where operational risk and alleged fraudulent activity took place. This issue is a big one in this world and is not exclusive to hedge funds. It happened with Bre-X, Enron and many others. Where hubris, human greed and money are involved, these potentials exist. That is simply the reality of human nature. I hasten to add that a sophisticated investor in any of these circumstances might still have invested. Perhaps some sophisticated investors were involved in two of the cases mentioned above. I do not know that regulation would prevent this kind of operational or fraudulent failure. Regulation might create an environment of compliance only because it did not prevent incidents such as happened with Enron or Bre-X. Regulation is not a preventive measure and where it is touted as such, it is only preventive to the extent that it creates an environment of compliance. In that way, people have the sense that there is a standard and that the environment of investing is not akin to a Wild West show. I am not sure that regulation of these kinds of groups would prevent anything.

Certainly, I am not sure about the Ontario Securities Commission but in the case of the U.S. Securities Exchange Commission, whether someone is registered or regulated, these commissions still have the capacity to go in, under anti-fraud guidelines, to deal with such issues when they happen. It is not as if the regulations do not exist to deal with these kinds of things, because regulations are in place. The question is whether there needs to be more regulation in pursuit of full disclosure. That is the true tension of the issue.

Senator Massicotte: That point is important. I will repeat it to ensure that we understand your views. You are saying that you like the structure of full disclosure for retail investors and the caveat emptor approach to sophisticated investors. Leave them alone and they will manage their investments, because it provides all kinds of benefits to the marketplace such as liquidity, arbitrage and efficiency and so on. You still maintain that. That is important because you say there are operating risks that can bear serious issues but there is no reason for the regulators or the government to become involved

Vous avez fait remarquer que le risque le plus sérieux pour les gestionnaires de fonds spéculatifs, c'est non pas le risque du marché, mais le risque d'exploitation. Est-ce que vous voulez dire que les autorités de réglementation devraient être plus actives qu'elles le sont actuellement, même pour le marché des investisseurs avertis? Est-ce que vous voulez dire que nous devrions faire un effort de réglementation dans ce secteur du marché, ou bien qu'on peut continuer à présumer que ces investisseurs avertis, qui savent négocier, font des choix et perdent de l'argent, et qu'il ne faut donc pas intervenir?

M. Mock : Je dirais que, dans notre entourage immédiat, nous trouvons deux exemples de fonds à fonds, Portus Alternative Asset Management Inc. et Nortia Capital Partners Inc., où on aurait pris des risques opérationnels et procédé à des activités frauduleuses. C'est un gros problème dans ce milieu, et il ne concerne pas exclusivement les fonds spéculatifs. C'est ce qui s'est passé pour Bre-X, Enron et de nombreux autres. C'est toujours un risque lorsqu'on met en présence l'orgueil, l'appât du gain et l'argent. C'est tout simplement la réalité de la nature humaine. Je m'empresse d'ajouter que, dans tous ces cas, un investisseur averti aurait quand même pu investir. Des investisseurs avertis sont peut-être intervenus dans les deux cas que je viens de mentionner. À ma connaissance, la réglementation ne peut pas prévenir ce genre de risque opérationnel ou de fraude. La réglementation ne peut que favoriser le respect de la loi, parce qu'elle n'a pas permis de prévenir des incidents comme ceux d'Enron ou de Bre-X. Ce n'est pas une mesure préventive et, lorsqu'on prétend qu'elle a une dimension préventive, ce n'est que dans la mesure où elle crée un environnement propice au respect de la loi. Ainsi, les gens ont l'impression que des normes sont en vigueur et que le monde de l'investissement n'est pas le Far West. Mais je ne suis pas certain que la réglementation de ces groupes permette de prévenir quoi que ce soit.

Je ne sais pas ce qu'il en est de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario mais, dans le cas de la Securities Exchange Commission des États-Unis, que le courtier soit enregistré ou réglementé, les commissions ont toujours la possibilité d'intervenir en vertu de lignes directrices sur la répression des fraudes, pour régler les problèmes de ce genre lorsqu'ils se présentent. Ce n'est pas comme s'il n'y avait aucune réglementation pour y faire face, car les règlements sont en place. Il s'agit plutôt de savoir s'il faut réglementer davantage en vue de la pleine divulgation. Voilà la véritable dimension du problème.

Le sénateur Massicotte : Votre argument est important. Je vais le reformuler, pour vérifier si nous avons bien compris votre point de vue. Vous dites que la structure de la divulgation complète pour les investisseurs particuliers et la formule de l'acheteur qui doit être sur ses gardes vous conviennent. Qu'on les laisse tranquille et ils pourront gérer leurs investissements, car la situation actuelle offre toutes sortes d'avantages au marché, sur le plan des liquidités, de l'arbitrage, de l'efficacité, par exemple. Vous en convenez toujours. C'est important parce que vous dites qu'il y a des risques opérationnels qui peuvent être lourds de

and manage that risk. It is for investors to learn, as you said earlier. Is that a good summary of your opinion?

Mr. Mock: Yes.

Senator Massicotte: The dividing line in the United States is \$2.5 million and in Canada is \$150,000. Are you happy with that dividing line to designate sophisticated investors? Is the amount high enough? There is a significant difference between the figure in the United States and the figure in Canada. Is that sufficient criteria to say caveat emptor or non caveat emptor.

Mr. Mock: Unfortunately, I must give a non-answer to that. It is difficult for me to say that someone who can put \$150,000 into a fund investment necessarily knows more, is more experienced, and is better able to conduct due diligence and see the signals and signs.

The dividing line is difficult to define by a dollar amount. The situation is almost an experience-based one, which I believe is why the FSA has opened up a centre for hedge fund education as one of its interim steps toward bringing the understanding of these things a little closer to everyone.

I would come back to your points about the ability to lose as more of an issue. I do not think a dollar figure defines education level or worthiness to understand what these things are about. The dollar figure simply speaks to the issue of the impact on an individual that has that sort of money to invest versus someone who has put \$5,000 of an RRSP or bank account into one of these vehicles. To me, it comes down to an experience issue, a knowledge issue, more than a dollar figure.

I understand practically that we need a dividing line but I could not comment on whether it is \$150,000, \$250,000 or \$300,000, and why one is better than the other.

Senator Massicotte: Everybody would agree that money is not the defining characteristic for knowledge. We have some senators here who are well-to-do but not knowledgeable.

How would you define the dividing line then? I appreciate it is knowledge but no matter how good the words are, that definition leads to such discretion that it will obviously lead to abuse.

Mr. Mock: Herein lies the most critical point of all. We feel a need currently to regulate this area to prevent things from happening to ensure a general level of compliance through the system. However, both the U.S. Securities and Exchange Commission and the FSA in London have said they need more time to nail this down: They need more time to think this regulation through because they are now talking about this bridge between full disclosure and public markets versus the private markets.

conséquences, mais rien ne justifie que les responsables de la réglementation ou le gouvernement interviennent pour gérer ce risque. C'est aux investisseurs d'apprendre leur leçon, comme vous l'avez dit tout à l'heure. Est-ce que j'ai bien résumé votre point de vue?

M. Mock : Oui.

Le sénateur Massicotte : Aux États-Unis, le seuil à partir duquel on considère que quelqu'un est un investisseur averti est de 2,5 millions de dollars tandis qu'il est de 150 000 \$ au Canada. Cela vous convient-il? La différence est marquée entre le Canada et les États-Unis. Est-ce un critère suffisant pour déterminer à partir de quand l'acheteur doit ou non être sur ses gardes.

M. Mock : Malheureusement, je dois vous répondre non. Il est difficile pour moi de dire que celui qui investit 150 000 \$ dans un fonds en sait forcément plus, est plus expérimenté et est plus en mesure d'exercer la prudence nécessaire et de déceler les signes avant-coureurs.

Il est difficile d'établir ce seuil en argent. C'est plutôt une question d'expérience et c'est la raison pour laquelle, je crois, la FSA a ouvert un centre d'information sur les fonds de couverture, à titre de mesure provisoire, pour qu'ils soient mieux compris de tous et chacun.

Je reviendrais à ce que vous disiez à propos de la capacité d'encaisser une perte, ce qui à mon avis est plus topique. Ce n'est pas un montant donné qui détermine le degré de connaissance ou la capacité de comprendre ce genre de choses. Le montant n'est qu'un indicateur des conséquences pour un particulier qui investit une somme pareille par opposition à celui qui place dans un de ces instruments 5 000 \$ de son REER ou de son compte bancaire. Pour moi, c'est une question d'expérience et de connaissance plutôt que d'argent.

Je comprends que, dans la pratique, il nous faut un seuil, mais je ne peux pas me prononcer sur la question de savoir s'il doit être de 150 000 \$, 250 000 \$ ou 300 000 \$ et en quoi l'un est préférable à l'autre.

Le sénateur Massicotte : Chacun s'entend pour dire que l'argent n'est pas un gage de connaissances. Il y a ici des sénateurs qui sont à l'aise mais qui ne s'y connaissent pas.

Quelle devrait être la démarcation alors? Je conviens que ce sont les connaissances mais, quelle que soit la définition que l'on retient, elle laisse place à tant d'interprétation qu'elle va forcément conduire à des abus.

M. Mock : C'est ici que se situe le point le plus critique. Nous estimons qu'il y a actuellement lieu de réglementer ce secteur pour éviter les incidents et généraliser la conformité avec les règles. Toutefois, aussi bien la Securities and Exchange Commission des États-Unis que la FSA à Londres disent avoir besoin de plus de temps pour y arriver. Toutes deux ont besoin de plus de temps pour réfléchir à la réglementation parce qu'elles songent maintenant à un moyen terme entre la divulgation complète et les marchés publics par opposition aux marchés privés.

Once again, I think the mistake was trying to take hedge funds — a private market process — and pull it into the full disclosure world. I think that mistake is what caused issues in the U.S. more than anything.

Senator Massicotte: As you know, the governor of the U.S. central bank has said, do not touch it. You seem to agree with that.

Mr. Mock: Governor Ben Bernanke said regulation should have a light touch, as opposed to no touch. I would come out on that side.

The Chairman: As we discovered in New York when we talked to the senior officials, they were split at the U.S. Federal Reserve as to whether they should have a light touch or no touch after the Goldstein case.

Senator Moore: I want to put a couple of things on record for the benefit of people who may be watching this hearing and for some of us around the table.

What did you mean by a structured market product?

Mr. Mock: I will give a specific example that hopefully will be illustrative. Banks today will often take 1,000 mortgages that they have on their books, put them in a big pool, take all the cash flow that comes from those mortgages and then sell them into the marketplace.

Senator Moore: They establish a value based on the cash flows. Is that correct?

Mr. Mock: Yes, and then they go to the marketplace and say, as an example, one dollar comes off all these mortgages — and we will divide that dollar up into different structures. We will take the first 20 cents that comes off all these big pools of mortgages and give it to you with great certainty. Then, other people will take the next 20 cents out of the dollar, the next 20 cents and so on.

There is a hierarchy of who receives their 20 cents first. People who want great certainty of receiving their money —

Senator Moore: Who are these people, investors?

Mr. Mock: This is the million dollar question. It is thought that hedge funds are always the buyers of these pools of different stratifications of the 20 cents — they are called structured products. Clearly, if you buy the last 20 cents at the bottom of pool, you will be the last one in line. You may not be paid because if people start to default on their mortgages in this big pool, the money might not come through.

It is basically a lineup of who is paid. If you are at the back of the line, you could be the last one to be paid, or not paid at all.

Who invests in those products: insurance companies, pension plans, all sorts of people and, yes, there is a subset in there of hedge funds. You must look and say, they will bring pools of mortgages to the marketplace; they will bring pools of —

Encore une fois, l'erreur a été d'essayer de mettre les fonds de couverture — un mécanisme du marché privé — dans l'univers de la divulgation complète. C'est cette erreur, je crois, plus que toute autre chose, qui est à l'origine des problèmes aux États-Unis.

Le sénateur Massicotte : Comme vous le savez, le gouverneur de la Banque centrale des États-Unis a dit de ne pas y toucher. Vous semblez être de son avis.

M. Mock : Le gouverneur Ben Bernanke a dit que la réglementation devrait être allégée mais pas inexistante. C'est aussi mon avis.

Le président : Comme nous l'avons constaté à New York quand nous nous sommes entretenus avec les autorités, elles étaient partagées sur la question de savoir si la réserve fédérale devait avoir la main légère ou ne rien faire après l'affaire Goldstein.

Le sénateur Moore : J'aimerais préciser certaines choses à l'intention des téléspectateurs et de certains des participants autour de la table.

Qu'entendiez-vous par produit de marché structuré?

M. Mock : Je vais vous donner un exemple qui, j'espère, vous éclairera. De nos jours, une banque prendra souvent 1 000 prêts hypothécaires qui figurent dans ses livres, elle va les regrouper, prendre tous les fonds qu'ils génèrent pour ensuite les vendre sur le marché.

Le sénateur Moore : Les banques calculent une valeur basée sur les rentrées de fonds, n'est-ce pas?

M. Mock : Oui, elles vont ensuite sur le marché et disent, par exemple, qu'un dollar provient de ces blocs de créances hypothécaires, et qu'elles vont diviser ce dollar en différentes structures. Elles vont verser les premiers 20 cents réalisés sur ces blocs d'hypothèques avec une grande certitude. Puis, d'autres vont prendre les 20 cents suivants, et ainsi de suite.

Il y a une liste qui détermine quels seront ceux qui recevront leurs 20 cents les premiers. Ceux qui veulent avoir la plus grande certitude de recevoir leur argent...

Le sénateur Moore : Qui sont ces gens, des investisseurs?

M. Mock : C'est la grande question. On pense que ce sont toujours les fonds de couverture qui achètent les différentes tranches de 20 cents provenant de ces blocs de créances hypothécaires — on les appelle des produits structurés. Chose certaine, si vous achetez la dernière tranche de 20 cents, vous serez le dernier de la liste. Vous ne serez peut-être pas payé car, si ceux qui ont contracté une hypothèque ne la remboursent pas, il n'y aura pas de rentrées de fonds.

C'est essentiellement la liste de ceux qui seront payés. Si vous êtes au bas de la liste, vous pourriez être le dernier à être payé ou ne pas être payé du tout.

Qui investit dans ces produits? Des compagnies d'assurance, des régimes de retraite, toutes sortes de gens et, oui, il y a une catégorie de fonds de couverture là-dedans. Il faut vérifier si les banques vont mettre des blocs de créances hypothécaires sur le marché; si elles vont mettre...

Senator Moore: Would a bank call your office and say we have a portfolio of mortgage funds here. Are you interested?

Mr. Mock: Are you interested in buying a piece of that return from them? Yes, the bank could phone someone like us. They can phone up their clients — their insurance clients and their hedge fund clients. They sell off mortgage pools, credit card pools, loan pools and leveraged loan pools — all kinds of pooling is going on out there. This is the world of structured products.

These products allow banks to originate mortgages through the branch system, put them on their balance sheet and then basically sell them to an institutional marketplace and keep certain returns for themselves without having to maintain these mortgages.

Mr. Petroff: The genesis of that was the Bank of International Settlements, where they put on capital requirements. They said if you can reuse your capital and recycle it, you can obtain a higher return. Now you have Basel I and Basel II accords on a risk-based basis. For the banking industry globally, the securitization basically started with the Bank of International Settlement allowing them to have 8 per cent capital against their assets — whether it is government or commercial — and that created the whole securitization field. This is only 15 years in the making and people are becoming more and more sophisticated with it.

Senator Moore: They are creating more and more structured products.

Mr. Petroff: Instead of raising deposits, they are obtaining capital from all the other players in the market.

Senator Moore: In your remarks, you said, “We believe . . . accredited investor exemptions” — and you are an accredited investor — “are a critical aspect of capital market dealings and securities regulations for us to maintain.”

In response to Senator Massicotte’s question, is this point what you were getting at? We view things in terms of protection of consumers and the Canadian public; but you think that the people who are ultimately dealing in these structures are regulated banks and insurance companies, and therefore you do not have to be?

Mr. Petroff: I will make the point that we think the private markets are good. Hedge funds, we think, are a rich area for us to invest in. Anytime you start regulating hedge funds, it hurts our ability to invest in these products. We do not want to lose our capacity. We do not want to reduce our exposure at the expense of retail investors coming into this market. By keeping the private market and the exemptions, we can still deal in these markets, which we like.

Mr. Mock: Another way to answer is, at some point you do not regulate private equity funds, you do not regulate infrastructure funds and you do not regulate all kinds of private

Le sénateur Moore : Est-ce qu’il pourrait arriver que la banque téléphone à votre bureau et vous dise qu’elle a un portefeuille de fonds d’hypothèques et vous demande si cela vous intéresse?

M. Mock : Si on veut acheter une partie de ce rendement? Oui, il se pourrait qu’une banque téléphone à quelqu’un comme nous. Elle peut téléphoner à ses clients — ses clients d’assurance et ses clients de fonds de couverture. Les banques vendent des blocs de créances hypothécaires, de cartes de crédit, de prêts et de prêts sur capitaux d’emprunt — il existe toutes sortes de regroupements. C’est le monde des produits structurés.

Ces produits permettent aux banques d’offrir des prêts hypothécaires dans leurs réseaux de succursales, de les inscrire à leur bilan puis de les revendre sur le marché institutionnel tout en conservant pour elles certains éléments de rendement sans avoir à entretenir ces hypothèques.

M. Petroff : C’est la Banque des règlements internationaux qui est à l’origine de cela; c’est elle qui impose les normes de fonds propres. Elle a décidé que si vous pouvez réutiliser vos fonds propres et les recycler, vous pourrez obtenir un rendement supérieur. Il y a aussi les accords de Bâle I et II, sur le calcul du risque. Pour le secteur bancaire mondial, la titrisation a commencé quand la Banque des règlements internationaux l’a autorisé à détenir 8 p. 100 de fonds propres par rapport à ses éléments d’actifs — publics et commerciaux — et c’est ce qui a donné naissance au domaine de la titrisation. Il n’existe que depuis 15 ans et les gens deviennent de plus en plus au courant.

Le sénateur Moore : Les banques créent de plus en plus de produits structurés.

M. Petroff : Au lieu d’augmenter les dépôts, elles obtiennent des capitaux de tous les autres intervenants sur le marché.

Le sénateur Moore : Dans votre déclaration, vous avez dit : « Nous croyons que les exemptions applicables aux investisseurs [...] agréés » — et vous en êtes un — « représentent un aspect fondamental des règlements régissant les transactions sur les marchés financiers et les titres, et qu’il importe de les conserver. »

En réponse à la question du sénateur Massicotte, est-ce là où vous vouliez en venir? Nous considérons les choses sous l’angle de la protection du consommateur et de la population canadienne; mais vous, vous estimez que ceux qui, en fin de compte, font le commerce de ces structures sont les banques et les compagnies d’assurance réglementées et que vous n’avez donc pas à l’être?

M. Petroff : Je voudrais souligner que les marchés privés sont une bonne chose, d’après nous. Les fonds spéculatifs représentent pour nous un domaine prometteur d’investissement. Toute réglementation des fonds spéculatifs entrave notre capacité à investir dans ces produits. Nous ne voulons pas perdre cette capacité. Nous ne voulons pas réduire les risques auxquels nous sommes exposés pour permettre l’accès des épargnants à ce marché. En maintenant le marché privé et les exemptions, nous pouvons continuer à investir dans ces marchés, et cela nous plaît.

M. Mock : J’ai un autre élément de réponse; à un certain point, on ne réglemente pas les fonds d’actions privés, on ne réglemente pas les fonds d’infrastructure, et on ne réglemente pas toutes

market activities that are out there. Hedge funds are part of that private market activity and these discussions revolve around whether part of the private market should be regulated or not in a public disclosed forum.

Senator Moore: I found it interesting that you said hedge funds are “opportunistic pools of capital.”

Mr. Petroff: That is what they are. We keep trying to define them for our board and the market keeps moving.

Senator Moore: For the record, what are FSA and SEC?

Mr. Mock: My apologies: The SEC is the U.S. Securities and Exchange Commission, which is the national regulator in the United States. The FSA is the Financial Services Authority. It is the equivalent of the SEC in the United Kingdom, in Britain.

Senator Moore: You mentioned that the FSA in the United Kingdom has opened a hedge fund education centre.

Mr. Mock: Yes.

Senator Moore: Do you see that centre as something advisable for us to have in Canada?

Mr. Mock: Yes, it would be a worthwhile undertaking. To the extent that there is some de minimis access allowed from retail to this private market, I think it would be a worthwhile undertaking. I think it makes a lot of sense.

Senator Moore: People probably do not know what a hedge fund is, and even in your world it moves every day. Maybe this type of a centre would provide some level of comfort or guidance to investors of all types, of all levels. A retail investor may take instructions and say, I did not realize that, I will back off that type of investing, or larger investors might think they would be interested in pursuing that. It would be useful, I think.

Mr. Mock: We could also take the current structure of things such as the Canadian Securities Institute and expand it to allow that. These vehicles have caught the attention of institutions for a long time. They are in the newspaper and are catching the attention of retail investors. It is interesting that retail investors seem to be much less interested in private equity pools, but hedge funds are definitely there, front and centre.

I suggest you do not drive a car before you obtain your licence, and the level of sophistication with hedge funds is such that I think you need that thought process squarely in mind as well.

Senator Goldstein: Do you lend shares to hedge funds?

sortes d'activités qui existent sur les marchés privés. Les fonds spéculatifs font partie de ces activités que l'on retrouve sur le marché privé, et ces discussions visent à savoir s'il faudrait ou non réglementer une partie de ce marché privé, dans le cadre d'un débat public.

Le sénateur Moore : J'ai trouvé intéressant que vous disiez que les fonds spéculatifs étaient des « bassins de capital opportunistes ».

M. Petroff : C'est ce qu'ils sont. Nous tentons continuellement de les définir pour notre conseil d'administration, mais les marchés ne cessent d'évoluer.

Le sénateur Moore : À titre d'information, pourriez-vous nous expliquer ce que sont la FSA et la SEC?

M. Mock : Excusez-moi. La SEC est la Securities and Exchange Commission des États-Unis, c'est-à-dire la commission des valeurs mobilières des États-Unis, leur organisme de réglementation. La FSA est la Financial Services Authority. C'est l'équivalent de la SEC au Royaume-Uni.

Le sénateur Moore : Vous avez indiqué que la FSA avait ouvert un centre d'information sur les fonds spéculatifs au Royaume-Uni.

M. Mock : Oui.

Le sénateur Moore : Pensez-vous que nous devrions avoir quelque chose de similaire au Canada?

M. Mock : Oui, je pense que ce serait une mesure utile. Dans la mesure où l'accès à ce marché privé est minime pour les épargnants, je pense que ce serait une mesure utile. Je pense que ce serait avantageux.

Le sénateur Moore : Les gens ne savent probablement pas ce qu'est un fonds spéculatif et, même dans votre milieu, cela évolue au quotidien. Peut-être qu'un centre de ce genre pourrait aider et accompagner tous les types d'investisseurs à tous les niveaux. Un épargnant pourrait recevoir des informations puis se rendre compte de la nature d'un tel fonds et décider de ne pas investir, ou bien des investisseurs plus importants pourraient décider que c'est un domaine prometteur pour eux. Je pense que cela serait utile.

M. Mock : Nous pourrions également élargir des structures déjà existantes, telles que l'Institut canadien des valeurs mobilières, pour y inclure un tel centre. Cela fait longtemps que les investisseurs institutionnels ont recours à ces fonds. On en parle désormais dans les journaux, et les épargnants s'y intéressent aussi. Il est intéressant de noter que les épargnants semblent beaucoup moins intéressés par les fonds de capital privés, mais les fonds spéculatifs se trouvent bien au centre de leur attention.

On ne conduit pas de voiture avant d'obtenir son permis de conduire et, étant donné le niveau de complexité que l'on retrouve dans les fonds spéculatifs, je pense qu'il faut être très informé avant de commencer à investir.

Le sénateur Goldstein : Prêtez-vous des actions aux fonds spéculatifs?

Mr. Petroff: We used to have a financial institution lend our shares. Who borrows those shares? We do not see through that.

Senator Goldstein: The subsidiary question would be, do you exercise any measure of control over how those borrowed shared shares are voted?

Mr. Petroff: Yes, we bring back those shares before any vote. We do not allow those shares to be voted by anyone but Ontario teachers.

Senator Massicotte: I presume you are allowing the shares to be used by someone selling the unit or stocks short. Do you repatriate those units to allow you to vote, or is it part of the agreement that they use the certificate for selling short but you still have the vote?

Mr. Petroff: We call the shares back to vote them.

The Chairman: Mr. Sprott suggested that there be a selected list of auditors who are sophisticated and experienced in this field so that people can then rely on the fact that some auditing has been done by talented, expert auditors. Do you agree with that idea of a selected list of auditors that are called upon to audit these hedge funds, or leveraged funds? It is an idea.

Senator Angus: He did not say there should be a list. He said that they should ensure that the people who are auditing are specialists.

The Chairman: He said a list, but I am only asking for a short answer. Do you agree that the idea is good? That is obviously something you do not need: You are the sophisticated people.

Mr. Petroff: Are you talking about auditing the operational risk to ensure the valuations?

The Chairman: I am talking about all those things.

Mr. Petroff: On the retail sides?

The Chairman: We are talking about across the board. He did not differentiate.

Mr. Mock: I need to be careful. I cannot comment. I would have to reflect on that.

The Chairman: The way that the banks solved their problems in the 1930s was the Basel settlement process, which ensured that a certain amount of capital was in place to cover off risks. We heard from Mr. Sprott that the amount of exposure is great, and we have heard in the United States of the idea of establishing a similar clearing house for credit settlement for hedge funds, leverage funds. Have you thought about that? Do you think a clearing house is a good idea?

Mr. Mock: A clearing house? Are you talking about derivatives or hedge funds?

The Chairman: I am talking about both: derivatives first, hedge funds as well, but deal with derivatives first.

M. Petroff : Dans le temps, une institution financière prêtait nos actions. Qui emprunte ces actions? Cela ne relève pas de nous.

Le sénateur Goldstein : J'ai une question additionnelle à ce sujet : Contrôlez-vous le droit de vote associé aux actions empruntées?

M. Petroff : Oui, ces actions sont rapatriées avant qu'un vote ne se tienne. Seuls les enseignants de l'Ontario ont le droit de vote pour ces actions.

Le sénateur Massicotte : Je suppose que vous permettez que ces actions soient utilisées par quelqu'un qui vend les unités ou les actions à découvert. Rapatriez-vous ces unités afin de voter, ou bien signez-vous une entente selon laquelle cette personne peut utiliser le certificat pour vendre à découvert tandis que vous conservez le droit de vote?

M. Petroff : Nous récupérons les actions pour voter.

Le président : M. Sprott a proposé qu'il y ait une liste de vérificateurs spécialement sélectionnés pour leur expérience et leur compétence en la matière afin que l'on puisse être assuré d'une vérification menée par des vérificateurs spécialisés de talent. Êtes-vous favorable à cette idée de liste spéciale de vérificateurs auxquels on demande de vérifier ces fonds de couverture ou fonds spéculatifs? C'est une idée.

Le sénateur Angus : Il n'a pas dit qu'il devrait y avoir une liste. Il a dit qu'il faudrait s'assurer que les gens qui font la vérification sont des spécialistes.

Le président : Il a parlé de liste, mais je ne vous demande qu'une réponse rapide. Pensez-vous que cette idée soit bonne? C'est évidemment quelque chose dont vous n'avez pas besoin : vous êtes les gens avertis.

M. Petroff : Parlez-vous de la vérification du risque opérationnel pour permettre les évaluations?

Le président : Je parle de tout cela.

M. Petroff : Du côté des épargnants?

Le président : De l'ensemble. Cela s'appliquait à tout.

M. Mock : Il faut faire attention. Je ne peux pas faire de commentaire. Il faut que j'y réfléchisse.

Le président : Dans les années 1930, les banques réglait leurs problèmes grâce au processus de règlement de Bâle par lequel on réservait un certain capital pour couvrir les risques. M. Sprott a dit que les risques sont importants et, aux États-Unis, on a parlé de créer un genre de compensation semblable pour les fonds de couverture, les fonds spéculatifs. Y avez-vous réfléchi? Pensez-vous qu'une chambre de compensation soit une bonne idée?

M. Mock : Une chambre de compensation? Parlez-vous des dérivés ou des fonds de couverture?

Le président : Des deux : d'abord des dérivés, mais aussi des fonds de couverture. Commencez toutefois par les dérivés.

Mr. Petroff: Derivatives are becoming a more standardized product but they are not traded on an exchange and, as a result, the tradition has been to have agreements between us and another financial institution. We use derivatives potentially to hedge and recycling these risks creates a huge amount of notional exposure, which means it is not dollars, it is the notional exposure. If we make a \$100-million interest rate swap to protect from rates going up, another bank may be long and wants to protect from rates going down, so it transfers risk and is carried out over the counter.

I am not sure it is standardized globally, but we would need to create standardization, which is what the futures market does. It is a standardized product where there is a clearing corporation.

Mr. Mock: I still believe that the bank regulatory system currently in place probably would be the most appropriate way to oversee some of this market.

The Chairman: Obviously, there is much more and every senator's appetite has been whetted. We are curious to proceed, but we have other witnesses from other funds to come after you. Thank you for your evidence. We are still a work in progress on this. We have not come to any conclusions. We are still trying to sort out the contours and risks.

It seems to me that there is a certain unfairness in your position. I do not quarrel with it, though. As sophisticated funds for a certain union, you are able to use your expertise to be the sophisticated safeguard of investors. A whole raft of people are not in the same beneficial position of receiving supervised pension funds and therefore do not have access to high rates of return. Is there a fundamental problem in our financial system that has not provided a rate of return available to people between a 10-per-cent rate of return and a 2 per cent rate of return, which they receive for certificates of deposit, CDs? Have we failed the ordinary retail investor here?

Mr. Mock: Not at all.

The Chairman: That argument was made by people in the income trust situation that is confronting us now.

Mr. Mock: I will ask a simple question. How many retail investors go out on any given day and invest in all sorts of complex swaps?

The Chairman: Very few.

Mr. Mock: That is the point.

Tons and tons of things are going on around the planet today that are not necessarily accessible, nor should be accessible. Formula one car racing might be accessible, or you might argue that because a formula one racing car exists does not mean that everybody should be allowed to drive one.

M. Petroff : Les dérivés sont en train de devenir un produit plus standard, mais ils ne sont pas vendus à la bourse et, de ce fait, nous avons traditionnellement des ententes avec une autre institution financière. Il est possible que nous utilisions des dérivés pour couvrir, et le recyclage de ces risques crée un risque nominal énorme, c'est-à-dire qu'il ne s'agit pas de dollars mais de risque nominal. Si nous faisons une permutation de taux d'intérêt de 100 millions de dollars pour nous protéger contre la hausse des taux, une autre banque qui serait en compte et voudrait se protéger contre la baisse des taux pourrait transférer ce risque hors cote.

Je ne sais pas si c'est normalisé à l'échelle mondiale, mais il faudrait parvenir à une normalisation et c'est ce que fait le marché à terme. C'est un produit normalisé avec chambre de compensation.

M. Mock : Je continue à penser que le système de réglementation bancaire qui existe actuellement est probablement la façon la plus appropriée de surveiller une part de ce marché.

Le président : Il est évident qu'on pourrait pousser toutes ces questions beaucoup plus loin et que tous les sénateurs aimeraient poser d'autres questions, mais nous avons d'autres témoins à entendre après vous. Merci d'être venus. Nous allons poursuivre notre étude. Nous n'en sommes pas encore arrivés à des conclusions. Nous essayons toujours de nous faire une idée claire de la situation et des risques.

Il me semble que votre position est toutefois un peu injuste. Je ne la conteste pas pour autant. Comme gestionnaire de fonds avisé pour un syndicat, vous pouvez recourir à vos compétences et à votre expérience pour protéger de façon avisée les investisseurs. Or, il y a des tas de gens qui ne sont pas dans une situation aussi favorable, qui n'ont pas des fonds de pension aussi bien surveillés et n'ont donc pas la possibilité de bénéficier d'une telle rentabilité. Y a-t-il un problème fondamental dans notre système financier pour que des gens ne puissent pas bénéficier d'un taux de rendement de 10 à 2 p. 100 comme pour les certificats de dépôt? Est-ce que nous aurions pu faire davantage pour les simples épargnants?

M. Mock : Pas du tout.

Le président : Certains ont avancé cet argument au sujet de la situation des fiducies de revenu telle qu'elle existe actuellement.

M. Mock : Permettez-moi de vous poser une question bien simple : combien d'épargnants investissent dans toutes sortes de prêts réciproques complexes?

Le président : Très peu.

M. Mock : Voilà où je voulais en venir.

Un tas de choses se produisent chaque jour sur la planète qui ne sont pas nécessairement accessibles et qui ne devraient pas l'être. La possibilité de faire de la course automobile de Formule un pourrait être offerte à tous, ou on pourrait faire valoir que ce n'est pas parce que les courses de Formule un existent que tous devraient y participer.

The Chairman: Witnesses, thank you very much. Again, we have a high degree of respect for your institution. It is a stabilizing force, particularly in my province.

We are ready to continue our hearings on hedge funds. We want to welcome this set of witnesses. We are continuing the study by the Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce on hedge funds.

Our committee was in New York last October, and we discussed a number of issues within our mandate. During our discussion with regulators and representatives of the financial sector, hedge funds emerged as a key issue, and the sector was valued some months ago at approximately \$1.2 trillion. Now, our estimates are in excess of \$1.7 trillion. It has almost doubled in less than a year, globally. In Canada, it was estimated in 2004 at \$26 billion, and anecdotal evidence indicates that it is much higher now.

We heard about hedge funds during our recent study on consumer issues. At that point we recommended the appointment of an eminent person to review appropriate regulatory oversight.

Nevertheless, the key question for this committee is how and if these types of financial products should be regulated or supervised to protect the consumers. As well, one of our fundamental concerns is the systemic stability of the global and financial markets.

I welcome today witnesses from the Caisse de dépôt et placement du Québec, Mr. Malo, Executive Vice-President, Hedge Funds, Mr. Bergeron, Senior Vice-President of Legal Affairs, and Mr. Galarneau, Senior Analyst, Hedge Funds. Please proceed in the language of your choice.

[*Translation*]

Mr. Claude Bergeron, Senior Vice-President, Legal Affairs, Caisse de dépôt et placement du Québec: Mr. Chairman, we would like to thank you personally and on behalf of the caisse for giving us an opportunity to discuss with you this category of investment products whose virtues are becoming known to people.

Our presentation today is broken down into four parts: a brief introduction to the caisse; demystification and composition of the investment universe of hedge funds; the way in which the caisse deals with these investment vehicles, how we invest, what precautions we take, and finally, an overview of industry trends and the main issues in our view. This is probably what you are most interested in.

We are now on page 6 of the presentation. The Caisse de dépôt et placement du Québec was established by a special law in July 1965 by the National Assembly of Quebec. Initially, its

Le président : Je remercie les témoins. Encore une fois, nous avons le plus grand respect pour votre institution qui a un grand effet stabilisant, surtout dans ma province.

Nous sommes maintenant prêts à poursuivre nos travaux sur les fonds de couverture. Nous poursuivons l'étude du Comité sénatorial permanent des banques et du commerce sur les fonds de couverture.

Lors de son voyage à New York en octobre dernier, notre comité a discuté de diverses questions relevant de son mandat. Pendant notre discussion avec les représentants des autorités de réglementation et du secteur financier, les fonds de couverture se sont révélés un enjeu clé, ce secteur représentant, selon une évaluation faite il y a quelques mois, environ 1,2 billion de dollars et maintenant plus de 1,7 billion de dollars. Sa valeur a presque doublé en moins d'un an à l'échelle mondiale. Au Canada, en 2004, ce secteur représentait 26 milliards de dollars et, selon des données empiriques, sa valeur actuelle serait maintenant beaucoup plus élevée.

Il a été question des fonds de couverture pendant l'étude que nous avons menée récemment sur les questions touchant les consommateurs. À l'issue de cette étude, nous avons recommandé qu'on charge un expert de déterminer quel contrôle réglementaire serait nécessaire.

Pour notre comité, la question est de savoir si ce genre de produit financier devrait être réglementé ou surveillé pour la protection des consommateurs et, dans l'affirmative, comment. De plus, nous tenons à préserver la stabilité systémique des marchés financiers et mondiaux.

J'accueille maintenant nos témoins de la Caisse de dépôt et placement du Québec, M. Malo, premier vice-président, Fonds de couverture, M. Bergeron, vice-président principal, Affaires juridiques et M. Galarneau, analyste principal, Fonds de couverture. Messieurs, vous avez la parole; n'hésitez pas à parler dans la langue de votre choix.

[*Français*]

Claude Bergeron, vice-président principal, Affaires juridiques, Caisse de dépôt et placement du Québec : Monsieur le président, au nom de la caisse et en notre nom personnel, nous voulons vous remercier de l'occasion que vous nous donnez d'échanger avec vous sur cette catégorie de produits d'investissement dont la population commence à connaître les attributs.

La présentation d'aujourd'hui se divise en quatre parties, soit : une brève présentation sur la caisse; la démystification et la composition de l'univers des fonds de couverture; la manière dont la caisse adresse ces véhicules d'investissement, comment on investit, quelles précautions nous prenons, et pour terminer, un aperçu des évolutions dans le marché où nous constatons de grands enjeux, ce qui rejoint probablement vos préoccupations actuelles.

Nous sommes maintenant à la page 6 de la présentation. La Caisse de dépôt et placement du Québec, institution créée par une loi spéciale en juillet 1965 de l'Assemblée nationale du Québec,

mandate was to manage the assets of the Quebec Pension Plan. Today, it manages many pension and insurance plans in the Quebec public sector.

The mission of the caisse is to receive moneys on deposit as provided by law and manage it with a view to achieving optimal return on capital within the framework of the depositors' investment policies while at the same time contributing to Quebec's economic development.

You can see from the slide on the structure of the caisse the importance we attach to hedge funds. On the left side, you see the main investment vehicles, real estate, private equity, the equity markets, fixed income and hedge funds, which come under the chief investment officer. On the right side of the chart, we show the various support groups for the investment groups. I would draw your attention to the fact that hedge funds by themselves make up an investment category within the universe of investment vehicles available on the market.

The total assets of the caisse, and these figures are for December 31, 2005, because our annual report has not yet been tabled in the National Assembly, are \$224 billion. I estimated that the amount will be slightly higher in the near future.

I will now turn the floor over to Jean-Claude Galarneau to talk about the various categories of hedge funds.

Jean-Claude Galarneau, Senior Analyst, Hedge Funds, Caisse de dépôt et placement du Québec: Mr. Chairman, my task today is to explain or to try to demystify the various strategies within the hedge fund universe. It is very difficult to categorize each strategy available on the market. We are talking about some 9,000 hedge funds on the market, all of which are slightly different. Generally speaking, however, we can talk about certain types of strategy. There are three columns. The first one is called "relative value," which is commonly known as "arbitrage." We tried to give you the profile of strategies that tend to be less risky rather than more directional strategies. There is fixed-income arbitrage, convertible arbitrage, market neutral equity, and also statistical arbitrage, which is a principle in which we use systematic models to predict stock prices.

The second category, which is more risky than the first, is event-driven. When a significant or permanent event occurs within a company, such as a merger/acquisition or a restructuring, some managers will try to profit from the opportunities created by the event. There is also the category of distressed securities. The third one, with which you are familiar — and that is easy to assess because it includes the most common strategy in this universe is the long/short equity. We realized after doing a quick study of the data base that this accounted for some 30 per cent of the universe of all hedge fund strategies. It includes those that take macro

gérer initialement des fonds de la Régie des rentes du Québec. Aujourd'hui, elle gère des fonds de multiples caisses de retraite, caisses d'assurance qui font toutes parties du secteur public québécois.

La mission de la caisse est de recevoir en dépôts, conformément à la loi, les sommes qui viennent de ces caisses de retraite et d'assurance et de les investir en vue d'obtenir un rendement optimal, tout cela, en tentant de contribuer le mieux possible au développement économique du Québec.

Dans son organisation, la caisse — et vous pouvez constater l'importance que l'on attribue aux fonds de couverture — du côté gauche, vous avez les grands pôles d'investissement, l'immobilier, le placement privé, le marché boursier, le revenu fixe, les fonds de couverture qui relèvent tous du chef de la direction du placement; du côté droit, ce sont les différents groupes de soutien qui appuient les groupes d'investissement. J'attire votre attention sur le fait que les fonds de couverture constituent en soi une classe d'investissement dans l'univers d'intérêts que la caisse accorde aux différents véhicules que l'on retrouve dans le marché.

L'actif global de la caisse, je vous donne les chiffres du 31 décembre 2005, parce que notre rapport annuel n'est pas encore déposé à l'Assemblée nationale, est de 224 milliards de dollars. J'ai estimé que ce montant sera légèrement plus élevé d'ici peu.

Je passerai la parole à M. Jean-Claude Galarneau qui nous entretiendra des différentes catégories de fonds de couverture.

Jean-Claude Galarneau, analyste principal, Fonds de couverture, Caisse de dépôt et placement du Québec : Monsieur le président, mon mandat aujourd'hui est de vous expliquer ou de tenter de démystifier les différentes stratégies dans l'univers des fonds de couverture. Il est très difficile de catégoriser chacune des stratégies disponibles sur le marché. On parle d'environ 9 000 fonds de couverture sur le marché, tous avec une teinte différente. Mais dans l'ensemble, on est en mesure de rapprocher des stratégies. Il y a trois colonnes. La première, on l'appelle « valeur relative » ou encore communément intitulée « arbitrage ». On a tenté de vous mettre le profil des stratégies qui ont tendance à être moins risquées que des stratégies plus directionnelles. On parle de stratégies qui feront l'arbitrage de revenus fixes, d'obligations convertibles et de « market neutral equity » et aussi l'arbitrage statistique, qui est un principe où l'on utilisera des modèles systématiques pour prédire le prix des actions.

La deuxième catégorie, plus risquée que la première, est une stratégie d'ordre événementiel, lorsqu'il arrive un événement marquant ou permanent dans une entreprise, une fusion/acquisition ou une restructuration, il y a des gestionnaires qui tenteront de tirer profit des opportunités qui seront créées par ces mouvements. On parle aussi des situations de compagnie de titres en détresse financière. La troisième que vous connaissez — qu'on est plus à l'aise d'apprécier parce qu'elle comporte la stratégie la plus commune dans l'ensemble de l'univers, l'action longue et courte. À la suite d'une étude rapide sur une base de données, on s'est aperçu que cela représentait environ 30 p. 100 de l'univers de

positions, systematic models that give a market view of forward contracts, and also investment in emerging markets.

These strategies are quite heterogeneous. Within our team, we have used a specialized approach rather than a generalized approach in order to analyze the various strategies to better identify the challenges of each and to properly understand their environment.

On pages 14, 15 and 16 we describe briefly some of the strategies that are quite well known on the market and about which you have doubtless already heard.

In section 3, we talk about our team. There are 18 of us. We are broken down into three groups: the first one works on building the portfolio, that is the way we allocate amounts through various strategies and managers; a second team works on operations, that is an operational review of managers and legal review; and finally, my team, the team that works on selecting managers.

As I was saying, there are some 9,000 hedge funds in the world, and our job is to try to demystify them in order to make better investments. Our mission is therefore to invest in the best hedge funds throughout the world and to ensure that they comply with our investment criteria.

How do we go about doing that? There are three steps: first, pre-selection; second, due diligence, and if a manager is part of our portfolio, he will be part of the third step, which is to follow up on our managers. For pre-selection, over the years we have established a vast network of contacts that enable us to assess, know and get in touch with the best portfolio managers in the world. Our activity can be seen as that of a specialized human resources firm that is trying to hire talented people. When we award a management contract, it is the equivalent of hiring someone to work for us. It is as though this person occupied an office in virtual terms. The person has three funds and is responsible for profits and losses. The funds become the expression of the person's talent.

This due diligence of people, the organization, the infrastructure, the investment base, and the strategy being used — mainly whether it is unique, profitable and competitive — and mechanisms to manage risk, are there in order to limit losses. We have also done a quantitative study of the performance record to better assess the talent of the managers we have hired. Finally, there is due operational diligence, which is done by a team. Three people travel around the world to meet with managers, go where they are and see how operations are conducted by each of these managers with whom we have invested.

What you see on the screen is part of our monthly process. For our part, we get letters periodically, sometimes monthly or quarterly. We talk to each of the managers at least once a quarter,

toutes les stratégies de fonds de couverture. Cela comprend aussi ceux qui prennent des positions macro, des modèles systématiques qui permettent une vue de marché sur des contrats à terme et, également l'investissement dans les pays émergents.

Ces différentes stratégies sont assez hétérogènes. Au sein de notre équipe, nous avons utilisé une approche spécialisée au lieu d'une approche généralisée, pour analyser les différentes stratégies afin de mieux cerner les défis de chacune des stratégies et de bien comprendre leur environnement.

Aux pages 14, 15 et 16, on a fait une brève description de quelques stratégies qui sont quand même très connues sur le marché et dont vous avez sans doute entendu parler dans le passé.

À la section 3, je vous parle de notre équipe. On est 18 personnes. Notre équipe est séparée en trois : la première travaille à la construction du portefeuille, c'est-à-dire la façon d'allouer les sommes à travers les différentes stratégies et les différents gestionnaires; une deuxième équipe travaille aux opérations, donc ce qui concerne la revue opérationnelle des gestionnaires ainsi que la révision juridique, et finalement, mon équipe qui travaille à la sélection des gestionnaires.

Comme je vous le disais, il y a environ 9 000 fonds de couverture à travers le monde et notre travail est de tenter de les démystifier pour mieux les investir. Notre mission est donc d'investir dans les meilleurs fonds de couverture à travers le monde et de s'assurer qu'ils respectent nos critères d'investissement.

De quelle façon s'y prend-on? Il y a trois étapes : premièrement, la présélection; deuxièmement, la revue diligente et si un gestionnaire fait partie de notre portefeuille, il fera partie de la troisième étape qui est le suivi de nos gestionnaires. En présélection, on a bâti au fil des années un très grand réseau de contacts qui nous permet aujourd'hui d'apprécier, de connaître et de communiquer avec les meilleurs gestionnaires de portefeuille à travers le monde. Notre activité peut être perçue comme un bureau spécialisé en ressources humaines qui cherche à embaucher du talent. Quand on octroie un mandat de gestion, c'est l'équivalent d'embaucher une personne chez nous. Virtuellement, c'est comme si elle occupait un bureau. Cette personne a trois fonds et est responsable des profits et des pertes. Le fonds devient l'expression du talent.

Cette révision diligente des gens, de l'organisation, de l'infrastructure en place, de la base de l'investissement, de la stratégie en place — à savoir si elle est unique, profitable, compétitive — et des mécanismes en place dans la gestion du risque, pour limiter les pertes. On fait aussi une étude quantitative sur l'historique de performance pour mieux apprécier le talent des gestionnaires que l'on embauche. Finalement, il y a une révision diligente, opérationnelle qui est faite par une équipe. Trois personnes parcourent le monde pour rencontrer les gestionnaires, se rendre sur place et pour voir de quelle façon les opérations sont menées pour chacun des gestionnaires dans lesquels nous avons investi.

Ce que vous voyez à l'écran fait partie de notre processus mensuel. De notre côté, on reçoit des lettres périodiques, parfois mensuelles ou trimestrielles. On parle au moins une fois par

and we go to visit them once a year, and once a month, we review the portfolio. The information you have on the screen shows the key points that would mean that a fund could be placed on our watch list and allow us to take action and say what we would do with our investment.

Michel Malo, Executive Vice-President, Hedge Funds, Caisse de dépôt et placement du Québec: With respect to the composition of our portfolio, on page 21, it should be understood that we know this is an area that can be very volatile. Price variations can be significant. In our approach, we developed a portfolio whose characteristics are designed to produce a higher return, but also to ensure that the risk is much less variable. We expect our portfolio to vary less than what you would find in a standard hedge fund portfolio elsewhere. Our long-term expectations for hedge funds are for an expected return of 6 per cent with a volatility of 10 per cent. Why? Because we think that the returns in future years will be much lower than in past years for a whole series of reasons. We have a much higher concentration in hedge funds. I would say that historically the volatility rate should be between 5 and 6 per cent. In our case, we have almost doubled the anticipated risk in this category of assets to reflect the realities you are discussing today: namely, the lack of regulation, the risk attributable to the manager, the danger of fraud and the lack of transparency.

We know that in this category of asset, these are the types of risks we have to deal with. We should not forget that in the financial markets, people are compensated for taking these risks. Without risks, there is no return. It is important to understand that basic point. We try to build it into our forecasts.

Why do we include hedge funds in a portfolio such as ours? That is rather technical. On page 23, what we see in the asset composition we have is that the expected return would be approximately 6.9 per cent; if only 5 per cent of the caisse's assets are invested in hedge funds, in a diversified portfolio, we get the same rate of return, but the risk drops by about 30 base points or one-third of 1 per cent.

And there is no doubt that if we allowed this, the allocation could be much higher. This is based on mathematical hypotheses. In these, it is assumed that this could also be done beforehand. This gives a portfolio like ours very good diversification.

On page 25, we talk about industry trends and activism. We do not necessarily see this as problematical, but we have to be accountable about this to our boards of directors and to a number of our clients. This week I found out that this is called the "C1 Risk," which means that when a manager is in column C of the *Wall Street Journal*, that is not a good thing. We see a great deal of activism in the industry, managers who play an active role

trimestre à chacun des gestionnaires, on les visite sur place une fois par année et une fois par mois, on fait une révision de portefeuille. Les éléments que vous avez à l'écran sont des éléments clés qui feraient en sorte qu'un fonds pourrait tomber sur notre liste de surveillance et nous permettre d'agir et de dire ce que l'on fera avec notre investissement.

Michel Malo, premier vice-président, Fonds de couverture, Caisse de dépôt et placement du Québec : En ce qui a trait de la composition de notre portefeuille, à la page 21, il est important de comprendre que l'on sait que c'est un domaine qui peut être très volatil. Les variations de prix peuvent être importantes. Dans notre approche, on a créé un portefeuille dont les caractéristiques sont faites pour donner un rendement plus élevé, mais aussi, assurer un risque beaucoup moins variable. On s'attend à ce que notre portefeuille varie moins que ce que l'on trouvera dans un portefeuille standard de fonds de couverture chez quelqu'un d'autre. Nos attentes à long terme, en matière de fonds de couverture, sont un rendement espéré de six pour cent à une volatilité de dix. Pourquoi? Parce qu'on pense que les rendements dans les années futures seront beaucoup plus bas que ceux des années passées pour un ensemble de raisons. On a mis une concentration plus importante du côté des fonds de couverture. Mais la volatilité qui est affichée à titre d'instruction, si je peux dire, historiquement, doit être de cinq à six pour cent. Dans notre cas, on a presque doublé les risques attendus dans cette classe d'actifs pour refléter les réalités dont vous discutez aujourd'hui, c'est-à-dire un manque de réglementation, le risque dû au gestionnaire, le risque de fraude et le manque de transparence.

On sait qu'en rentrant dans cette classe d'actifs, ce sont des risques auxquels on fait face. Il ne faut pas oublier que dans les marchés financiers, on est récompensé pour ces risques. S'il n'y a pas de risques, il n'y a pas de rendement. C'est important de comprendre cet élément de base. On tente de l'inclure dans toutes nos prévisions.

Pourquoi inclut-on les fonds de couverture dans un portefeuille comme le nôtre? C'est un peu technique. À la page 23, un rendement comme le nôtre, dans la composition des actifs que nous avons, ce qu'on voit, c'est le portefeuille attendu qui serait de l'ordre de 6.9 p. 100; en mettant juste cinq pour cent des actifs de la caisse dans des fonds de couverture, dans un portefeuille diversifié, on obtient le même rendement, mais on diminue le risque d'environ 30 points de base ou un tiers d'un pour cent.

Et il est certain que si on se le permettait, l'allocation pourrait être beaucoup plus importante. Ceci est basé sur des hypothèses mathématiques. Dans les hypothèses mathématiques, on assume aussi que cela pourra également se produire par en avant. Par contre, cela apporte une très bonne diversification à un portefeuille comme le nôtre.

À la page 25, en ce qui concerne les tendances de l'industrie, on parle de l'activisme, qu'on ne voit pas nécessairement comme étant problématique, mais on doit en répondre auprès de nos conseils d'administration et de plusieurs de nos clients. J'ai appris cette semaine que cela s'appelle le « C1 Risk », ce qui veut dire que lorsqu'un gestionnaire se retrouve à la colonne C du *Wall Street Journal*, ce n'est pas pour de bonnes raisons. On voit

to try to reflect value in the industry. I think this has always existed. There are good and bad ways of doing that. In our case, we try to work with managers who have an approach that encourages cooperation with the directors in place. That has produced good results for us in the end.

The negative publicity about hedge funds is often associated with this type of company. As you have seen, the term “hedge fund” is very broad. It means many things and almost nothing. Activism, which has often been in the headlines recently, is only a small part of that, and an institution can choose to be involved in that or not.

Another important factor is transparency. As Neil Petroff, from the Ontario Teachers’ Pension Plan, was saying this morning, this is a zero-sum gain, which means that the return is made at someone else’s expense. Of course, this results in a lack of transparency for the industry. We do not want to open up our books and be required to reveal our positions.

If this were just a strategy dependant on the stock market, the beta of the portfolio, everyone could be involved. In an industry of this type, there is additional value in keeping our position almost secret or even to say nothing at all. However, in these cases, there is an additional challenge. That is why we try to establish processes to investigate and better understand what is going on.

There are two ways of overcoming the lack of transparency: segregated accounts or third parties. There is always a way of reaching an agreement. In segregated accounts, it is as though the manager were opening an account in the client’s name, where everything put into the portfolio can be seen, and the risk can be assessed. The other possibility is to sub-contract another organization which will have an agreement whereby the contents of the portfolio are not revealed to the clients, but the client is given the necessary risk indicators in order to assess the various risks involved. Often, a combination of these two approaches is used.

The last thing we would want is a segregated account where everything is visible, but without the infrastructure required to assess the risk. If a manager sends me a file with 1,500 positions and I am unable to do anything with that, there is no benefit to me. It is sometimes a good idea to have third parties or independent people involved.

Sometimes, transparency itself, and I am on page 27, requires a very significant infrastructure that not everyone has. Mr. Mock from the Ontario Teachers’ Pension Plan was saying earlier that there are investments in music royalties, investment in parts of the world where even the time difference can present problems. It is often a combination of seeing through the manager and having other people to give us some risk measurements.

beaucoup d’activisme dans l’industrie, des gestionnaires qui vont participer activement afin de tenter de refléter la valeur dans l’industrie. Je pense que cela a toujours existé. Il y a de bonnes et de mauvaises façons de le faire. Dans notre cas, on tente de s’associer, si on le fait, avec des gestionnaires qui ont une approche qui encourage une collaboration avec les dirigeants en place. Cela nous a bien servi ultimement.

La publicité négative des fonds de couverture est souvent associée à ce type d’entreprise. Comme vous avez pu le voir, le terme « fonds de couverture » est très large. Cela veut dire beaucoup de choses et presque rien. L’activisme, qui fait souvent les manchettes dernièrement, n’est qu’une petite partie de cela et une institution peut faire le choix d’y être associé ou pas.

Un autre facteur important est la transparence. Comme le disait Neil Petroff, du Régime de retraite des enseignantes et enseignants de l’Ontario, ce matin, c’est un jeu à sommes nulle, c’est-à-dire que le rendement à faire est à faire sur le dos de quelqu’un d’autre. C’est certain que cela entraîne, pour l’industrie, un manque de transparence. Nous ne voulons pas ouvrir notre livre et avoir à révéler nos positions.

Si c’était simplement une stratégie d’être selon le marché des actions, le bêta du portefeuille, tout le monde pourrait y participer. Dans une industrie comme celle-ci, il y a une valeur additionnelle à garder nos positions quasi secrètes ou même de ne rien dire. Mais dans ces situations, cela présente un certain défi additionnel. Et c’est pour cette raison que l’on tente de mettre en place des processus pour creuser et mieux comprendre ce qui se passe.

Pour remédier au manque de transparence, deux solutions existent : les comptes ségrégués ou les tierces parties. Il y a toujours un terrain d’entente. Les comptes ségrégués, c’est comme si le gestionnaire ouvrait un compte au nom du client et où on peut voir exactement tout ce qui est déposé dans le portefeuille, et on peut évaluer le risque. Ou on peut sous-contracter une autre organisation qui, elle, aura une entente qui ne dévoile pas aux clients ce qui est dans le portefeuille, mais qui donnera au client les indicateurs de risque nécessaires pour évaluer les différents risques qui y sont associés. C’est souvent une combinaison des deux.

La dernière chose qu’on voudrait avoir, c’est un compte ségrégué où l’on voit tout, mais sans avoir d’infrastructures nécessaires pour pouvoir évaluer le risque. Si un gestionnaire m’envoie un fichier qui a 1 500 positions et que je ne suis pas capable de rien faire avec cela, je ne suis pas avantaagé. Il est parfois bon d’avoir des tierces parties ou des gens indépendants à l’intérieur.

Parfois, la transparence en soi, à la page 27, demande une infrastructure très importante que tout le monde ne possède pas. M. Mock, du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l’Ontario disait, plus tôt, qu’il y a des investissements dans des royautes de musique, il y a des investissements qui sont faits dans des parties du monde où même le décalage horaire présente des difficultés. C’est souvent une combinaison de voir à travers le gestionnaire et d’avoir d’autres personnes pour nous donner des mesures de risque.

On the next page, we talk about liquidity. We often hear about liquidity, but in the case of a hedge fund, this applies for a long time. That is true. Sometimes, people have a variety of mechanisms that mean we cannot take our money out, and even if we wanted to do so, they have the right to prevent us from doing that. A number of recent studies say that comparatively, there may be money to be made in long-term investments rather than shorter-term investments. The markets will remain volatile and often human beings react negatively to volatility. It is the principle of selling low or buying high. So often liquidity constraints will allow us and force us to keep the investment longer, to do more homework, in order to ensure that we are prepared to make a commitment for the entire period.

Why do hedge funds exist? To give a little background, in the beginning, in the 1920s, 30s and 40s, managers were only trying to protect the capital, in other words they were trying to ensure that a dollar kept its value. Why? If we invest a dollar and we lose 50 per cent, it takes a 100 per cent return to recover that. Making a return of 100 per cent is much more difficult. The beauty of the hedge fund approach lies in the management of the downside. In other words, the investor decides if he or she prefers to lose less rather than to lose more, knowing that later, the situation will improve. A great deal of time and effort has been devoted to measuring and understanding risk. That is why people are attracted to hedge funds. And the portfolio management market, which is very competitive, and formerly involved just the purchase of securities, is starting to see a combination of these various strategies, the long only, with the hedge fund industry. We think this is better for the industry generally.

To complete our presentation, I would like to move to page 32, which talks about the main challenges. These are the situations facing hedge fund managers.

[English]

The Chairman: Thank you very much. I want to be fair. Each senator will have five minutes for questions. I hope that the witnesses will respond sharply and briefly. We have a lot of knowledge about this subject, and we want to add to our own base of information.

Senator Moore: Thank you, witnesses, for being here.

Yesterday we heard from Eric Sprott of Toronto, and you saw the witnesses that were here earlier today. We talked about oversight with regard to the hedge fund industry. Mr. Sprott thought there should be some oversight or regulation and a select list of auditors. Do you have any comments on those two ideas?

Mr. Mock, who was here earlier, thought there should be "a light touch" of oversight. What are your thoughts with regard to oversight? Should there be some oversight? Mr. Petroff said:

À la prochaine page, on parle de la liquidité. On entend souvent parler, au point de vue de la liquidité, que lorsqu'on s'engage dans un fonds de couverture, c'est pour longtemps. C'est vrai. Parfois, ils ont en place une variété de mécanismes qui font en sorte qu'on ne puisse pas retirer notre argent. Et même si on le voulait, ils ont le droit de nous empêcher de le faire. Plusieurs études récentes disent que comparativement, il y a peut-être de l'argent à faire dans l'investissement à long terme versus le moins long terme. Les marchés resteront volatils et souvent l'être humain réagit négativement à la volatilité. C'est le principe de sortir dans le bas ou d'acheter dans le haut. Donc souvent des contraintes de liquidités vont quand même nous permettre et nous forcer à garder l'investissement à plus long terme, faire un peu plus nos devoirs afin de s'assurer qu'on est prêt à s'engager pendant toute cette période.

Pourquoi les fonds de couverture existent-ils? Pour faire un peu d'histoire, au début des années 1920, 1930 ou 1940, les gestionnaires ne cherchaient qu'à protéger le capital, c'est-à-dire que l'on tentait de garder au dollar sa valeur d'un dollar. Pourquoi? Si jamais on a un dollar d'investi et que l'on perd 50 p. 100, cela prend 100 p. 100 de rendement pour le refaire. Faire 100 p. 100 est beaucoup plus difficile. La beauté de l'orientation des fonds de couverture réside dans la gestion du « downside », c'est-à-dire que je préfère perdre moins que perdre plus, et je sais que plus tard, cela ira mieux. Il y a énormément de temps et d'efforts qui sont consacrés à la mesure et à la compréhension du risque. Et c'est une des raisons pour lesquelles on est attiré par les fonds de couverture. Et le marché de la gestion de portefeuilles, qui était auparavant simplement l'achat de titres, étant un marché très compétitif, il commence à y avoir un mariage entre ces différentes sociétés, du « long only » avec l'industrie du fonds de couverture. On pense que c'est meilleur pour l'industrie en général.

Pour compléter notre présentation, je voudrais passer à la page 32, au chapitre des enjeux. Ce sont les situations auxquelles tous les gestionnaires de fonds de couverture font face.

[Traduction]

Le président : Merci beaucoup. Par souci d'équité, j'accorderai cinq minutes à chaque sénateur pour les questions. J'espère que les témoins donneront des réponses brèves et directes. Nous en connaissons beaucoup sur ce sujet et nous voulons ajouter aux informations que nous avons déjà recueillies.

Le sénateur Moore : Merci, messieurs, d'être venus.

Hier, nous avons entendu Eric Sprott, de Toronto, et vous avez entendu les témoins qui vous ont précédés. Nous avons parlé du contrôle du secteur des fonds de couverture. M. Sprott était d'avis qu'il faudrait un certain contrôle ou une certaine réglementation à laquelle s'ajouterait une liste de vérificateurs choisis. Que pensez-vous de ces deux idées?

M. Mock, qui a pris la parole un peu plus tôt, a plaidé la cause d'une réglementation allégée. Que pensez-vous de la surveillance? Devrait-on prévoir une certaine surveillance? M. Petroff, lui, était

“We believe that exempt or accredited investor exemptions are a critical aspect of capital market dealings and securities regulations for us to maintain.”

[Translation]

Mr. Bergeron: As we mentioned earlier, as institutional investors, we have established quite a structured process for reviewing and deciding which risks we will assume in the choices we made.

Of course, identifying the inspecting auditor responsible for doing this within the company is part of the due diligence process. So if we are not satisfied with the individual who is auditing the books, this would probably be the best reason not to invest in a particular company.

[English]

Senator Moore: Who audits the books of the companies in which you may invest. That is part of your due diligence.

[Translation]

Mr. Bergeron: Exactly. My answer is incomplete with respect to your current mandate, in that it deals with work being done by institutional investors. My answer would be different for retail. In all of the steps we have mentioned, which we follow in our investments, when a hedge fund manager wants to attack this market, we are of the view that he should be subject to the same constraints and concern; he should feel some pressure from retail representatives, similar to the pressure he feels from institutional investors.

How could that happen? Regulatory agencies could, in the case of hedge funds, do the type of work that we do, in other words once an individual makes a choice, there is management follow-up, and a follow-up of financial results. For instance, was there disbursement on the part of some investors? Did key staff members leave the organization? Is there too much concentration in the hedge fund? Is there room for risk management in the hedge fund? That would be regular follow up.

If an organization wants to enter the retail market, we are of the view that the required protection should be granted. In our case, we have set up safety barriers to obtain this protection.

[English]

Senator Eyton: As far as I know, the committee has not seen an analysis like this one, particularly the selection of the managers. I am intrigued by the way in which you approach it. My question around that approach is about the effectiveness of your selection process. I assume you learned a lot over the years and you are

d’avis qu’il était crucial pour la réglementation en matière de valeurs mobilières et les marchés financiers qu’on maintienne l’exemption pour les investisseurs accrédités.

[Français]

M. Bergeron : Comme nous l’avons mentionné plus tôt, à titre d’investisseurs institutionnels, nous avons mis en place un processus assez structuré pour examiner et décider des risques que nous acceptons de prendre sur les choix que nous faisons.

Bien entendu, l’identification du vérificateur comptable chargé de faire ce travail dans la compagnie fait partie de la vérification diligente. Donc dans la mesure où nous ne serions pas satisfaits de la personne qui vérifie les livres, ce serait probablement la meilleure raison pour ne pas investir dans cette entreprise.

[Traduction]

Le sénateur Moore : Et c’est celui qui vérifie les livres des entreprises où vous pourriez investir. Cela fait partie de la diligence raisonnable.

[Français]

M. Bergeron : Exactement. Ma réponse est incomplète par rapport au mandat que vous vous êtes donné actuellement, en ce sens que c’est une réponse qui s’adresse au travail qu’effectuent les investisseurs institutionnels. Je n’aurais pas la même réponse pour le marché du détail. Toutes les étapes que nous avons relatées, qui sont suivies dans le cadre de nos investissements, dans la mesure où un gestionnaire de fonds de couverture veut attaquer ce marché, notre avis est qu’il devrait être soumis aux mêmes contraintes et soucis; il devrait sentir une certaine pression des représentants du détail, comme il sent une pression venant des investisseurs institutionnels.

Comment cela pourrait-il se réaliser? On peut penser aux organismes réglementaires qui devraient, dans le cas des fonds de couverture, exécuter des travaux similaires aux nôtres, c’est-à-dire qu’une fois que le choix est fait par un individu, qu’il y ait un suivi du gestionnaire, et de ses résultats financiers. Par exemple, est-ce qu’il y a eu une sortie de fonds de la part de certains investisseurs? Est-ce qu’il y a eu départ de certains employés-clés dans l’organisation? Est-ce qu’il y a des positions trop concentrées dans le fonds de couverture? Est-ce qu’il y a place à une gestion du risque dans ce fonds de couverture? Il s’agit là d’un suivi régulier.

Dans la mesure où un organisme veut intégrer le marché du détail, nous sommes d’avis que les protections requises devraient être accordées. En ce qui nous concerne, nous avons mis en place des barrières de sécurité pour obtenir ces protections.

[Traduction]

Le sénateur Eyton : À ma connaissance, le comité n’a pas vu d’analyse comme celle-ci, particulièrement en ce qui concerne la sélection des gestionnaires. Je suis intrigué par votre façon de procéder. Ma question à ce sujet concerne l’efficacité de votre processus de sélection. Je pars du principe que vous avez

becoming, as you said, close to perfect. You have described the different kinds of categories in which managers fit in style, but how many do you have now, and what is the turnover?

Mr. Galarneau: We currently have about 90 managers in our portfolio. In the last two years, we have been active in turning the portfolio, even though we are a patient investor, I would say. We are there for the long term. We want to establish a partnership with our fund managers. We are a partner with our fund managers. About 25 per cent would be the correct figure regarding the turnover in the last two years.

Senator Eyton: That is about 10 per cent or 12 per cent a year?

Mr. Galarneau: Per year, yes. About half the portfolio has turned over in the last two years.

Senator Eyton: About half?

Mr. Galarneau: Yes: Then again, we have also increased our allocation to the hedge fund universe. We have ramped up this activity and, as more money came in, we added some funds and at the same time redeemed some. The figures are probably right.

Mr. Malo: On that issue, part of the turnover is due to me. We are reducing our number of managers so we can better concentrate our asset size. We tend to believe that an individual can follow only so many funds correctly. In an industry where there is not much transparency, we have an interest in having a better relationship with managers themselves. In that fashion, we are trying to reduce the number of funds. The turnover has been a bit higher because of that approach also.

Senator Eyton: I appreciate the care you are taking. I love the process. One factor in selection is behaviour. You talked about the risk profile in terms of leverage, and I guess other risks as well. Geography is probably another factor, depending on if you are Canadian or live elsewhere.

Once selected, is the behaviour consistent? I guess consistency of behaviour is something you track. If it does not accord, then they are gone, I suppose. Is that one reason you are turned over?

Mr. Galarneau: That is correct.

Senator Eyton: I wonder about managers. I think the committee is more concerned about what we call riskier hedge funds, perhaps more highly leveraged hedge funds. I want to juxtapose that concern with a fairly common practice in hedge funds where there is a management fee of some sort paid, and

beaucoup appris au fil des ans et que votre processus est en train de devenir, comme vous l'avez dit, presque parfait. Vous avez décrit les différentes catégories de gestionnaires, mais combien en avez-vous maintenant, et quelle est la rotation de portefeuille?

M. Galarneau : Notre portefeuille compte à l'heure actuelle 90 gestionnaires. Au cours des deux dernières années, nous avons géré le portefeuille de façon active, même si nous sommes un investisseur patient, je dirais. Nous visons le long terme. Nous tenons à établir un partenariat avec nos gestionnaires de fonds. Nous sommes partenaires. Je dirais qu'au cours des deux dernières années, le taux de rotation de portefeuille a été de 25 p. 100.

Le sénateur Eyton : C'est environ 10 p. 100 ou 12 p. 100 par année?

M. Galarneau : Par année, effectivement. Près de la moitié du portefeuille a fait l'objet d'une rotation au cours des deux dernières années.

Le sénateur Eyton : Environ la moitié?

M. Galarneau : Oui. Nous avons également augmenté nos ressources pour les fonds de couverture. Nous avons intensifié cette activité, et au fur et à mesure que l'argent rentrait, nous ajoutions certains fonds tout en remboursant d'autres. Les chiffres sont probablement exacts.

M. Malo : En ce qui concerne cet aspect, je suis responsable d'une partie de cette rotation. Nous sommes en train de réduire le nombre de nos gestionnaires de façon à mieux orienter la taille de nos actifs. Nous sommes portés à croire qu'une personne ne peut suivre qu'un certain nombre de fonds correctement. Dans une industrie où il n'y a pas beaucoup de transparence, il est dans notre intérêt d'entretenir de meilleures relations avec les gestionnaires eux-mêmes. De cette façon, nous tâchons de réduire le nombre de fonds. Le taux de rotation a également été un peu plus élevé à cause de cette approche.

Le sénateur Eyton : J'apprécie la vigilance dont vous faites preuve. Le processus me plaît beaucoup. Un facteur de sélection, c'est le comportement. Vous avez parlé du profil de risque pour ce qui est de l'endettement et je suppose qu'il existe d'autres risques également. Le lieu géographique est probablement un autre facteur dont il faut tenir compte, selon que vous êtes Canadien ou que vous vivez ailleurs.

Une fois la sélection faite, le comportement est-il conséquent? Je suppose que c'est un aspect que vous surveillez. Je suppose que vous vous débarrassez de ceux qui ne correspondent pas à vos attentes. Est-ce l'une des raisons qui explique la rotation du portefeuille?

M. Galarneau : C'est exact.

Le sénateur Eyton : Je m'interroge à propos des gestionnaires. Je pense que le comité se préoccupe davantage de ce que l'on appelle les fonds de couverture plus risqués, peut-être les fonds de couverture pour lesquels le taux d'endettement est élevé. J'aimerais juxtaposer à cette préoccupation une pratique assez

then there is a significant percentage of performance fee over some hurdle. I know the fees vary, but let us say it is four per cent and 20 per cent over some of these hurdles.

If I select someone based on behaviour and past history, and that person sees an exceptional opportunity, if I am a manager, in good markets where things are rolling along nicely, it seems to me my behaviour might alter a bit. I receive 20 per cent of the upside and essentially I do not pay any of the downside. As a manager, I may shave it a little. The manager may not shave it dramatically but there seems to be an inherent conflict in there — something I guess you watch from time to time. Is there not a tendency for managers to push the envelope in a good market, especially to obtain some piece of that extra performance fee?

Mr. Galarneau: You refer to the free call that you give to a fund manager. If the manager performs well, then the manager will receive a 20 per cent incentive fee. Otherwise, there is no paycheque.

One thing we look at carefully is the alignment of interests. By that we mean, how much of your own money do you have invested alongside us? This information is part of our due diligence, and ensuring that what you described, namely trying to hit for the fence, does not happen, or, if it does, it will hurt. If the manager falls, it will hurt, but at least the manager will hurt too. We will be hurt also, but to give a free call to a fund manager where the fund manager does not have personal wealth invested in the fund could be a dangerous thing to do.

The Chairman: Our five minutes are up.

[Translation]

Senator Goldstein: It is reassuring to hear that my retirement funds are being well managed. I have one question: do you lend shares to hedge funds? And if so, do you, on the one hand, control the vote attached to those shares, and on the other hand, can you call back those loans at any point?

Mr. Bergeron: I will start by answering your last question. First off, all security loans are dealt with internally, which is unlike the way other investors operate, where these activities are dealt with by trustees.

That is generally the case when people do not have the technical expertise nor the staff to do the work. At the Caisse de dépôt et placement du Québec, we have a dedicated team managing security lending. The agreements in place allow us to repatriate securities in all cases. In all cases where we anticipate certain issues to come up in a vote at the shareholders' meeting, we would repatriate the securities.

courante en ce qui concerne les fonds de couverture, selon laquelle des frais de gestion sont payés auxquels s'ajoute un important pourcentage du rendement supérieur au taux de rendement minimal. Je sais que les frais varient, mais disons des frais de 4 p. 100 et de 20 p. 100 en cas de rendement supérieur au taux de rendement minimal.

Si on choisit un gestionnaire en fonction de son comportement et de ses antécédents, et que cette personne veut saisir une occasion exceptionnelle... Si je suis gestionnaire, sur des marchés où la situation est plutôt bonne, il me semble que mon comportement pourrait légèrement changer. Je reçois 20 p. 100 si le rendement est supérieur au taux de rendement minimal et, essentiellement, je n'ai rien à payer si le taux est inférieur. En tant que gestionnaire, je pourrais peut-être profiter un peu de la situation. Peut-être que le gestionnaire n'en profite pas de façon exagérée, mais il me semble que c'est une situation de conflit inhérent — une situation à mon avis que vous devez surveiller de temps à autre. Les gestionnaires n'ont-ils pas tendance à aller trop loin si le marché est bon, particulièrement pour obtenir une part des frais supplémentaires en fonction du rendement?

M. Galarneau : Vous parlez de la marge de manœuvre d'un gestionnaire de fonds. Si le gestionnaire a de bons résultats, il obtient une prime d'encouragement de 20 p. 100. Sinon, il ne reçoit rien.

Nous examinons soigneusement la conformité des intérêts. Cela revient à savoir quel montant de votre propre argent vous avez investi à nos côtés. Ces renseignements font partie de notre vérification, et cela vise à nous assurer que ce que vous avez décrit, c'est-à-dire tenter de servir ses propres intérêts, ne se produise pas, sans quoi les répercussions seront négatives. Si le gestionnaire agit ainsi, les conséquences seront négatives pour nous, mais également pour lui. Cela nous nuirait aussi, mais donner une telle liberté à un gestionnaire de fonds lorsqu'il n'a pas investi son propre argent dans celui-ci peut être dangereux.

Le président : Nos cinq minutes sont terminées.

[Français]

Le sénateur Goldstein : Cela me soulage de savoir que mes fonds de retraite sont bien gérés. J'ai une seule question : est-ce que vous prêtez des actions à des fonds de couverture? Et si c'est le cas, d'une part contrôlez-vous le vote qui est rattaché à ces actions et, d'autre part, avez-vous le droit de rapatrier vos prêts à n'importe quel moment?

M. Bergeron : Je commencerai par répondre à la dernière question. En premier lieu, toutes les activités de prêt de titres sont effectuées chez nous à l'interne, contrairement à plusieurs autres investisseurs où les activités sont imparties à des fiduciaires.

C'est généralement le cas lorsque les gens ne possèdent pas l'expertise technique ni les employés pour faire le travail. À la Caisse de dépôt et placement du Québec, une équipe interne gère le prêt de titres. Les ententes en vigueur permettent dans tous les cas de rapatrier les titres. Dans tous les cas où nous identifions des enjeux pour le vote à l'assemblée des actionnaires, les titres sont rapatriés.

Finally, I will answer your first question as to whether we give loans to hedge funds. The answer is no. Why? Because under the agreements we have established for which we draw up a rigorous risk profile, we lend to counterparties that have high credit ratings. Security lending is similar to money lending; there is value or credit attached to it, whereas generally that is not the case for hedge funds. These are not counterparties that we deal with.

Senator Massicotte: Thank you for being here today. We are discussing a rather complex matter and you are experts in your field. I did note however that according to your presentation, you invest with hedge fund managers, but internally you do not operate hedge fund investment strategies. Is that correct?

Mr. Malo: I am responsible both for external hedge funds and the internal ones we manage.

Senator Massicotte: I noticed that the nine strategies are pursued internally.

Mr. Malo: Perhaps not all nine, but several of them are replicated at the caisse, not necessarily under my direction, but in other groups as well.

Senator Massicotte: Our committee's main purpose is to examine whether regulations are adequate for hedge funds and whether or not we should recommend something new.

On the one hand, there are retail investors who need a great deal of information; the regulations are very clear. On the other hand, there are sophisticated investors who meet the \$150,000 criterion. These people are considered to be experts, they protect themselves and we should not be imposing more burdensome regulations that would hamper their effectiveness. Do you agree with this principle?

Mr. Bergeron: Yes. In our case, there is a process in place. In the case of an investment, there is the issue of supply and demand. If you want to invest in a fund that has performed very well, which many other investors want to invest in, that is when the negotiation game takes place. Historically speaking, hedge funds were favoured in this game because the best performers had such a high supply of capital that perhaps the power to negotiate decreased. However, certain "market" events changed this perception.

I would say that today investors have an increasing number of options. They tend to want to exert more control over their investments and their demands are greater, so there is an increased power to negotiate. To answer your question I believe institutional investors can take care of themselves.

Enfin, je vais terminer par votre première question, à savoir si nous octroyons des prêts à des fonds de couverture. La réponse est non. Pourquoi? Parce que dans le cadre des ententes établies qui suivent un processus rigoureux de risque, nous prêtons à des contreparties dont le crédit est élevé. Parce qu'effectuer un prêt de titres, c'est un peu comme effectuer un prêt d'argent; il y a une valeur ou un crédit qui y est rattaché, tandis que, généralement, les fonds de couverture n'en ont pas. Ce ne sont donc pas des contreparties avec lesquelles nous transigeons.

Le sénateur Massicotte : Merci d'être ici aujourd'hui. Nous discutons d'un sujet assez complexe et vous êtes des experts. Je remarque cependant, d'après votre présentation, que vous investissez avec des gestionnaires de fonds de couverture, mais que vous-même à l'interne, n'opérez pas de stratégies d'investissements de fonds de couverture. Est-ce bien cela?

M. Malo : Sous ma responsabilité, il y a des fonds de couverture de nature externe et nous opérons aussi à l'interne.

Le sénateur Massicotte : J'ai remarqué que les neuf stratégies sont opérées à l'interne.

M. Malo : Peut-être pas les neuf dans leur entièreté, mais plusieurs d'entre elles sont répliquées à la caisse, pas nécessairement sous ma direction, mais dans d'autres groupes aussi.

Le sénateur Massicotte : Le souci principal de notre comité est de voir si la réglementation est adéquate pour les fonds de couverture et si on devrait recommander quelque chose de nouveau.

D'un côté, il y a des investisseurs au détail qui ont besoin de beaucoup d'information; les règlements sont très clairs. De l'autre, il y a les investisseurs sophistiqués avec un critère de 150 000 dollars. On dit que ces gens sont assez connaisseurs, qu'ils peuvent se protéger et qu'il ne faut pas alourdir la réglementation pour empiéter sur leur efficacité. Êtes-vous d'accord avec ce principe?

M. Bergeron : Oui. En ce qui nous concerne, il y a un processus en place. Dans le cadre d'un investissement, c'est le jeu de l'offre et de la demande. Si tu veux investir dans un fonds qui a d'excellentes performances et qu'il y a beaucoup d'autres investisseurs qui veulent investir dans le même fonds, il y a alors un jeu de négociation. Historiquement, ce qui a favorisé les fonds de couverture dans ce jeu de négociation, c'est que ceux qui avaient de meilleurs rendements avaient tellement de capitaux qui leur étaient offerts que le pouvoir de négociation était peut-être réduit. Cependant, il y a eu des événements « marché » qui ont changé cette perception.

Je dirais qu'aujourd'hui, que les investisseurs ont de plus en plus de possibilités. Ils commencent à adopter des tendances plus directrices à l'égard des investissements qu'ils réalisent et leurs demandes sont plus grandes, donc le pouvoir de négociation est plus fort. Pour répondre en deux mots à votre question, je pense que les investisseurs institutionnels peuvent s'occuper de leurs affaires.

Senator Massicotte: You do not believe we need new regulations or an additional structure to protect, safeguard or educate institutional or sophisticated investors?

Mr. Bergeron: We do not believe so.

Senator Massicotte: When it comes to retail investors, are you satisfied with the existing procedure? I know it is not your area of expertise, but the information is available today, the regulations are available. Is this adequate to meet the needs of retail investors?

Mr. Malo: Once again, I should point out that we do not consider ourselves to be experts in that field. Honestly, I cannot answer. I am not enough of an expert in that field.

Senator Massicotte: The criterion we have in Canada is \$150,000 whereas in the United States it is \$2.5 million. Is this a fair way of distinguishing between sophisticated and not-so-sophisticated investors?

Mr. Malo: I do not know. If you compare someone who wins \$150,000 playing the lottery with someone who obtained that amount by playing the stock market, I could not tell you whether that is how we should define a person's degree of sophistication. I do not think one person is less worthy than another. Has there been a change in the \$150,000 amount over the last few years? It may be a matter of perception. If the amount was set 20 years ago and if over this period, the average assets of individuals increased, that may be the issue. Are we looking at total assets? Many people today could have \$150,000. There are different ways of looking at it.

Senator Massicotte: Just to clarify things, are hedge funds good for the Canadian economy and for investors? Is this something positive or, in five years time, will we look back on them and wonder why we ever allowed them?

Mr. Malo: I think it is good for the global financial system. It provides additional stability and has brought in many more investors. However, there are some people who are so sophisticated that they are prepared to assume part of the risks banking institutions would not take on because they are responsible for people's savings. Others are prepared to take on these risks and perhaps their investments will evolve over the next 10 years.

The term "hedge fund" is misused because it seems to refer to an element of volatility. Volatility is inherent to financial markets and in general it is a bonus for everyday investors.

Senator Massicotte: Do you believe that it is therefore totally acceptable and positive? It is complex, we say that a lot, and perhaps we are concerned because we do not fully understand the issue.

Le sénateur Massicotte : Selon vous, on n'a pas besoin de nouveaux règlements ou d'une structure additionnelle pour protéger, sauvegarder ou éduquer les investisseurs institutionnels ou sophistiqués?

M. Bergeron : Nous ne croyons pas.

Le sénateur Massicotte : Quant aux investisseurs au détail, êtes-vous satisfaits de la procédure existante? Je sais que ce n'est pas votre spécialité, mais l'information est disponible aujourd'hui, le règlement est disponible. Est-ce adéquat pour satisfaire les besoins des investisseurs au détail?

M. Malo : Je ne pense pas, encore une fois, qu'on se considère comme étant des experts dans le domaine des particuliers. Honnêtement, je ne peux pas vous répondre. Je ne suis pas suffisamment connaisseur dans ce domaine.

Le sénateur Massicotte : Le critère qui existe au Canada est 150 000 dollars et chez les Américains, c'est 2,5 millions de dollars. Est-ce une ligne de démarcation juste et équitable pour définir qui est sophistiqué et qui ne l'est pas?

M. Malo : Je ne sais pas. Quelqu'un qui a gagné 150 000 dollars à la loterie versus celui qui l'a obtenu par le marché des actions, je ne pourrais pas dire si c'est ce qui dicte le degré de sophistication. Je ne pense pas qu'une personne est moins bonne que l'autre non plus. Est-ce que le 150 000 dollars est un montant qui a évolué depuis les dernières années? C'est peut-être une façon de le regarder. Si le montant a été fixé il y a 20 ans et que pendant cette période, les actifs moyens des individus ont augmenté, c'est peut-être cela. Est-ce que l'actif est mesuré en fonction de l'actif total? Plusieurs personnes de nos jours pourraient avoir 150 000 dollars. Il y a diverses façons de le regarder.

Le sénateur Massicotte : Aux fins de clarification, les fonds de couverture sont-ils bénéfiques pour l'économie canadienne et pour les investisseurs? Est-ce quelque chose de positif ou, d'ici cinq ans, on se demandera pourquoi on a permis cela?

M. Malo : Je pense que c'est bon pour le système financier planétaire. Cela donne une stabilité additionnelle et a amené beaucoup plus de participants. Parfois, il y a des participants tellement sophistiqués, qu'ils sont prêts à assumer une partie des risques que des institutions bancaires ne voudraient pas prendre parce que leurs responsabilités touchent les dépôts des individus. D'autres se permettent de prendre ces risques et leurs placements évolueront peut-être au cours des dix prochaines années.

Le terme « fonds de couverture » est mal utilisé parce qu'il dénote une activité qui ajoute de la volatilité. La volatilité en soi fait partie des marchés financiers et en général, cela ajoute beaucoup pour l'investisseur de tous les jours.

Le sénateur Massicotte : Selon vous, c'est donc totalement acceptable et favorable. C'est compliqué — on en parle beaucoup — et peut-être qu'on s'inquiète parce qu'on ne comprend pas très bien.

Mr. Malo: I can only speak for my employer, which is a sophisticated institution. I cannot speak for others. We believe the regulations are sufficient for institutions.

Senator Goldstein: Your mission is enshrined in legislation and a significant part of it concerns Quebec's development. To what extent does this criterion have an effect on the nature of your investments?

Mr. Bergeron: You should look at section 4 of our presentation. First of all, the caisse receives funds from retirement or insurance funds, and it must invest these funds to maximize the return on investment, that is its first duty, while contributing to Quebec's economic performance.

Senator Goldstein: Do this mean that the need to maximize your return on the investment trumps the economic development criterion for Quebec?

Mr. Bergeron: Yes, without hesitation. We must provide our depositors with the best possible returns through existing investment instruments. That is our priority. It is part of the caisse's mission and it is the duty of employees to work toward that end.

Senator Goldstein: So the issue of Quebec is secondary to you when you make investment decisions.

Mr. Bergeron: The simple fact that the caisse obtains good returns, significant sums of money, and that people can draw Quebec pensions — now and in the future — and that they can receive significant amounts, that is the first thing.

Second, if we can by choosing certain types of investments — for instance mortgage products — invest in Quebec mortgage products, this would have an impact on Quebec.

[English]

The Chairman: I have some brief questions.

First, on page 30 of your statement there is a reference to a study conducted by the Bank of New York and Casey, Quirk and Associates. Would you make that study available to the committee? We are interested in factual studies. It would be helpful.

Second, do I understand your documents correctly to say that 5 per cent of your funds is invested in the sort of generic term of hedge funds? Is it 5 per cent? In dollar terms, what would that be, Mr. Malo?

Mr. Malo: It is 5 per cent of \$142 billion, roughly.

The Chairman: That is about \$7 billion?

M. Malo : Je peux seulement répondre pour mon employeur qui est une institution sophistiquée. Je ne peux pas m'exprimer pour les autres. Selon nous, la réglementation est suffisante sur le plan institutionnel.

Le sénateur Goldstein : Votre mission est enchâssée dans la loi elle-même et une partie significative de votre mission concerne le développement du Québec. Dans quelle mesure est-ce que ce critère peut avoir une influence sur la nature des placements que vous faites?

M. Bergeron : Il faut regarder l'article 4 de notre présentation. Dans un premier temps, la caisse reçoit des sommes qui viennent de caisses de retraite ou d'assurance, et c'est bien indiqué qu'elle doit les investir en vue d'obtenir un rendement optimal — c'est donc le premier devoir de la caisse — tout en contribuant au rendement économique du Québec.

Le sénateur Goldstein : Dois-je comprendre que le critère de gagner un rendement optimal prime sur le critère de développement du Québec?

M. Bergeron : Sans aucune hésitation. Nous devons procurer à nos déposants les meilleurs rendements possible à travers les produits d'investissement qui existent. C'est notre priorité. Cela fait partie de la mission de la caisse et du devoir des employés qui travaillent pour la caisse.

Le sénateur Goldstein : Donc la question du Québec est secondaire dans votre esprit lorsque vous prenez des décisions pour vos investissements.

M. Bergeron : Le simple fait que la caisse obtienne de bons rendements, rapporte des sommes d'argent importantes, et permette aux gens de retirer des pensions du Québec — actuellement ou dans le futur — de recevoir des montants appréciables, c'est une première partie.

En deuxième partie, si ce faisant, dans notre marché, on peut, par le type d'investissement que l'on fait — je pense aux produits hypothécaires — investir un certain montant d'argent dans les produits hypothécaires au Québec, ce type de produit a de l'impact pour le Québec.

[Traduction]

Le président : J'ai quelques questions brèves.

Premièrement, à la page 30 de votre mémoire, vous parlez d'une étude réalisée par la Banque de New York ainsi que Casey, Quirk et Associés. Pourriez-vous faire parvenir cette étude au comité? Les études factuelles nous intéressent. Ce serait utile.

Deuxièmement, je crois comprendre, selon votre document, que 5 p. 100 de vos fonds sont investis dans une sorte de fonds de couverture génériques. Est-ce bien 5 p. 100? Monsieur Malo, quel montant cela représente-t-il?

M. Malo : Il s'agit de 5 p. 100 d'environ 142 milliards de dollars.

Le président : Donc environ sept milliards de dollars?

Mr. Malo: Correct: That is externally. I think Senator Massicotte said earlier that we also manage similar strategies internally, so that amount is outside.

The Chairman: That is your external exposure.

Mr. Malo: Correct.

The Chairman: Finally, there is an interesting graph on page 23. I want to ensure we understand it. It deals with the Prospective Risk/Return Profile — Impact of the Addition of Hedge Funds. I want to know that we are reading this correctly. It shows that for the caisse with 5 per cent hedge funds, the rate of return is 6.9 per cent.

Mr. Malo: Correct.

The Chairman: The caisse without hedge funds rate of return is 6.9 per cent. It is similar. However, the caisse with the hedge funds has a risk profile of 8.7 per cent and the risk profile without the hedge funds is 9 per cent, so essentially risk is reduced by 0.3 per cent with hedge funds. Hedge funds therefore provide stability. Do I understand that?

Mr. Malo: For 5 per cent, you are reading that exactly, yes.

The Chairman: The key for us is to understand, from experienced investors such as yourselves, what we should do, if anything, with respect to regulating hedge funds.

We heard earlier today from the Ontario Teachers' Pension Plan that we should leave them alone because regulation might interfere with their processes. They said they are in the private equity market, the private fund market, they can take care of the risks and that the existing framework is pretty well okay.

In a nutshell, what is your position? I am sure you have debated this question. If you are free to tell us, we would be interested.

Mr. Malo: As we said earlier, we are truly comfortable with the amount and the types of regulations that exist. As long as you ask your questions in terms of institutional type investors, we believe that the regulations in place now are sufficient.

The Chairman: They are minimalist, Mr. Malo. In the United States, hedge funds were comfortable prior to the *Goldstein* decision. At that time, they had "regulation light." There was a certain overview by the New York Stock Exchange and the securities commission in terms of registration. That was knocked out. The fund managers in the United States told us that they were happy with that "regulation light" regime, and they were unhappy that that regime was removed by the courts for the technical reasons with which I am sure you are familiar.

M. Malo : C'est exact. C'est vrai à l'externe. Je pense que le sénateur Massicotte a dit plus tôt que nous gérons aussi des stratégies semblables à l'interne, ce qui fait que ce montant est à l'externe.

Le président : Il s'agit de votre risque externe.

M. Malo : C'est exact.

Le président : Enfin, on trouve un graphique intéressant à la page 23. Je veux être certain de bien le comprendre. Il traite des risques prospectifs et du profil de rendement — l'impact de l'ajout de fonds de couverture. Je veux être certain que je le lis bien. Selon le graphique, pour la caisse avec 5 p. 100 de fonds de couverture, le rendement est de 6,9 p. 100.

M. Malo : C'est exact.

Le président : Pour la caisse sans fonds de couverture, le rendement est de 6,9 p. 100. C'est la même chose. Toutefois, le risque pour ce qui est de la caisse avec fonds de couverture est de 8,7 p. 100 et celui pour la caisse sans fonds de couverture est de 9 p. 100; le risque diminue donc essentiellement de 0,3 p. 100 lorsqu'il y a un fonds de couverture. Ainsi, les fonds de couverture apportent une certaine stabilité. Est-ce exact?

M. Malo : Pour 5 p. 100, vous avez tout à fait raison.

Le président : L'important pour nous est de comprendre, grâce à des investisseurs expérimentés tels que vous, si nous devons faire quoi que ce soit et ce que nous devons faire pour réglementer les fonds de couverture.

Plus tôt aujourd'hui, des représentants du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario nous ont indiqué qu'il ne fallait pas le faire parce que des règlements pourraient court-circuiter les processus. Ils ont indiqué que, dans le marché des souscriptions privées, le marché des fonds privés, ils peuvent faire face aux risques et que le cadre existant fonctionne relativement bien.

Essentiellement, quelle est votre position? Je suis certain que vous avez déjà débattu de cette question. Si vous pouvez nous le dire, cela nous intéresserait.

M. Malo : Comme nous l'avons dit plus tôt, nous sommes réellement à l'aise avec les règlements qui existent. Pour autant que vous posiez vos questions au sujet des investisseurs de type institutionnel, nous croyons que les règlements en place sont suffisants.

Le président : Ces règlements constituent un minimum, monsieur Malo. Aux États-Unis, avant la décision *Goldstein*, les fonds de couverture étaient prospères. À cette époque, la réglementation était allégée. L'inscription était en quelque sorte surveillée par la Bourse de New York et par la commission des valeurs mobilières. Ce n'est plus le cas. Les gestionnaires de fonds américains nous ont dit qu'ils étaient satisfaits de cette réglementation allégée, mais qu'ils n'étaient pas satisfaits de voir que ce régime avait été aboli par les tribunaux pour des raisons techniques que vous connaissez sans doute.

We have practically no regulation, in terms of direct regulation, other than your surveillance, auditors and fraud, and you are telling us that you are comfortable with the situation. Do you want to think about that? If you want to think about it and give us an answer in writing, that is fine. We are interested in your considered view. We do not want to hurt the industry, but we have a mindful responsibility to the economy as a whole and to consumers, whether private consumers or retail consumers.

Senator Massicotte: Mr. Chairman, he said twice, once in French and once in English, that he is comfortable with the existing regime.

The Chairman: I heard and understand that. However, we have a conundrum, and that is to protect the public interest.

If you prefer not to give us the benefit of your view, we will accept that. I am not trying to badger you.

Mr. Malo: I would say only that no amount of rules or regulations will stop certain situations from occurring. We have talked about Tyco and Enron, and in Canada we are still talking about Nortel. There are sufficient regulations in terms of the filing of financial statements and registration.

The Chairman: However, they did not work.

Mr. Malo: Exactly: That is my point.

The Chairman: Nortel was a widely-held company and regulation did not work. The same applies to Enron. We are concerned about whether there are things we can do appropriately, having in mind, market conditions. We understand this as well: We have talked about close to \$2 trillion of investment in hedge funds. We have now heard that there are not 8,000 but 9,000 hedge funds. They are growing by leaps and bounds. We have also heard that, in terms of overall regulation, we are in a competitive market because the London market is free of regulation. The only thing they have on the marketplace that we know of so far is education, which we think is a good suggestion.

If you could deliberate and let us know your considered view, in the public interest: you are a public-minded institution and we are trying to protect the public. We will talk next week to the governor of the Bank of Canada, who urged us at one juncture to launch this inquiry. Then, we heard from the governor that we should leave them alone. We heard exactly the same debate at the U.S. Federal Reserve in New York. They were split in opinion.

Give us the benefit of your advice. If you have no advice, that is fine.

We appreciate your presentation today. It was a fascinating exploration in hedge fund practices, and I am sure that many Canadians, particularly from Quebec, have a feeling

Il n'existe pratiquement aucun règlement direct, outre ceux portant sur la surveillance, les vérificateurs et la fraude, et vous nous dites que vous êtes satisfait de la situation. Souhaitez-vous y réfléchir? Si vous souhaitez y repenser et nous donner une réponse par écrit, c'est très bien. Nous aimerions que vous nous donniez une opinion mûrement réfléchie. Nous ne voulons pas nuire au secteur, mais nous avons des responsabilités envers l'économie en général et les consommateurs, tant les consommateurs privés que les acheteurs au détail.

Le sénateur Massicotte : Monsieur le président, il a dit à deux reprises, une fois en français et une fois en anglais, qu'il était satisfait du système existant.

Le président : Je l'ai entendu et je comprends. Toutefois, nous sommes devant un dilemme; il faut protéger l'intérêt du public.

Si vous préférez ne pas nous communiquer votre opinion, nous comprenons. Je ne tente pas de vous importuner.

M. Malo : Laissez-moi simplement vous dire qu'aucune règle ni aucun règlement n'empêcheront certaines situations de survenir. Nous avons parlé de Tyco et d'Enron, et nous continuons au Canada de parler de Nortel. Les règlements portant sur le dépôt d'états financiers et sur l'inscription sont suffisants.

Le président : Ils n'ont toutefois pas fonctionné.

M. Malo : C'est exact. C'est ce que je voulais dire.

Le président : Nortel comptait un grand nombre d'actionnaires, et les règlements n'ont pas fonctionné. C'est la même chose pour Enron. Nous aimerions savoir si nous pouvons faire certaines choses de façon appropriée, tout en tenant compte des conditions du marché. Nous comprenons aussi que nous avons parlé d'investissements de près de deux milliards de dollars en fonds de couverture. Nous avons entendu dire aujourd'hui qu'il n'existe pas 8 000, mais plutôt 9 000 fonds de couverture. Leur nombre grimpe en flèche. On nous a également dit que, pour ce qui est de la réglementation en général, nous sommes dans un marché concurrentiel parce que le marché de Londres ne comporte pas de règlement. La seule chose que ce marché exige, c'est l'éducation, et nous croyons qu'il s'agit d'une bonne suggestion.

Nous vous demandons donc de bien réfléchir et de nous communiquer par la suite votre opinion, dans l'intérêt public; votre établissement se soucie de l'intérêt public, et nous tentons justement de protéger le public. La semaine prochaine, nous discuterons avec le gouverneur de la Banque du Canada, qui nous a incités à entreprendre cette étude. Le gouverneur nous a par la suite dit qu'il fallait laisser la situation telle quelle. Nous avons entendu exactement les mêmes arguments de la Réserve fédérale américaine, à New York. Les opinions étaient partagées.

Nous aimerions profiter de vos conseils. Si vous n'en avez pas, c'est très bien.

Nous avons apprécié votre exposé aujourd'hui. Il s'agissait d'une exploration fascinante des pratiques dans le domaine des fonds de couverture, et je suis certain que de nombreux

of greater security as a result of your efforts. Thank you for that. Please help us if you can. If there is anything more you want to tell us, please send it to us in writing, and we will circulate it to the committee. I undertake that we will read it. We are readers.

The committee adjourned.

Canadiens, en particulier au Québec, se sentent beaucoup plus en sécurité grâce à vos efforts. Merci. Aidez-nous si vous le pouvez. Si vous avez autre chose à nous dire, vous pouvez nous faire parvenir un document écrit, que nous distribuerons aux membres du comité. Je peux vous assurer que nous allons le lire. Nous aimons lire.

La séance est levée.



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, April 25, 2007

Sprott Asset Management Inc.:

Eric Sprott, Chief Executive Officer.

Thursday, April 26, 2007

Ontario Teachers' Pension Plan:

Ronald Mock, Vice-President, Alternative Investments;

Neil Petroff, Senior Vice-President, Tactical Asset Allocation &
Alternative Investments.

Caisse de dépôt et placement du Québec:

Michel Malo, Executive Vice-President, Hedge Funds;

Claude Bergeron, Senior Vice-President, Legal Affairs;

Jean-Claude Galarneau, Senior Analyst, Hedge Funds.

TÉMOINS

Le mercredi 25 avril 2007

Sprott Asset Management Inc. :

Eric Sprott, président-directeur général.

Le jeudi 26 avril 2007

Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario :

Ronald Mock, vice-président, Placements non traditionnels;

Neil Petroff, vice-président principal, Répartition stratégique de
l'actif et Placements non traditionnels.

Caisse de dépôt et placement du Québec :

Michel Malo, premier vice-président, Fonds de couverture;

Claude Bergeron, vice-président principal, Affaires juridiques;

Jean-Claude Galarneau, analyste principal, Fonds de couverture.