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, January 31, 2007
Thursday, February 1, 2007

Issue No. 14

Ninth and tenth 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 31 janvier 2007
Le jeudi 1er février 2007

Fascicule no 14

Neuvième et dixième réunions concernant :

La situation actuelle du régime financier canadien et international

TÉMOINS :
(*Voir à l'endos*)

44376-44381

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	* Hervieux-Payette, P.C.
Campbell	(or Tardif)
Chaput	* LeBreton, P.C.
Eyton	(or Comeau)
Fitzpatrick	Meighen
Goldstein	Ringuette
Harb	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 Chaput substituted for that of the Honourable Senator Massicotte (*January 29, 2007*).

The name of the Honourable Senator Campbell substituted for that of the Honourable Senator Moore (*January 30, 2007*).

The name of the Honourable Senator Ringuette substituted for that of the Honourable Senator Hervieux-Payette, P.C. (*January 31, 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	* Hervieux-Payette, C.P.
Campbell	(ou Tardif)
Chaput	* LeBreton, C.P.
Eyton	(ou Comeau)
Fitzpatrick	Meighen
Goldstein	Ringuette
Harb	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 Chaput est substitué à celui de l'honorable sénateur Massicotte (*le 29 janvier 2007*).

Le nom de l'honorable sénateur Campbell est substitué à celui de l'honorable sénateur Moore (*le 30 janvier 2007*).

Le nom de l'honorable sénateur Ringuette est substitué à celui de l'honorable sénateur Hervieux-Payette, C.P. (*le 31 janvier 2007*).

Published by the Senate of Canada

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

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

Publié par le Sénat du Canada

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

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

MINUTES OF PROCEEDINGS

OTTAWA, Wednesday, January 31, 2007
(29)

[*English*]

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met at 4:04 p.m., this day, in room 9, Victoria Building, the Chair, the Honourable Jerahmiel S. Grafstein, presiding.

Members of the committee present: The Honourable Senators Angus, Biron, Campbell, Chaput, Eyton, Fitzpatrick, Goldstein, Grafstein and Harb (9).

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

Also in attendance: The official reporters of the Senate.

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

Topic: The study on hedge funds

WITNESS:

Office of the Superintendent of Financial Institutions Canada (OSFI)

Julie Dickson, Acting Superintendent of Financial Institutions.

At 4:05 p.m., Ms. Dickson made a statement answered questions.

At 5:00 p.m., the committee sat in camera pursuant to rule 92(2)e to consider a draft future agenda and a draft budget.

It was agreed that the clerk survey the members of the committee to find possible dates for travelling.

The committee considered the following draft budget application:

Professional and Other Services	$ 49,500
Transportation and Communications	$ 220,080
All Other Expenditures	$ 5,300
TOTAL	**$ 274,880**

It was moved by the Honourable Senator Eyton that the draft budget concerning the study on interprovincial barriers to trade in the amount of $274,880 be adopted and that the Chair present the same to the Committee on Internal Economy, Budgets and Administration.

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

It was agreed that the committee hear some witnesses on the subject of bankruptcy.

PROCÈS-VERBAUX

OTTAWA, le mercredi 31 janvier 2007
(29)

[*Traduction*]

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui, à 16 h 4, dans la salle 9 de l'édifice Victoria, sous la présidence de l'honorable Jerahmiel S. Grafstein, (*président*).

Membres du comité présents : Les honorables sénateurs Angus, Biron, Campbell, Chaput, Eyton, Fitzpatrick, Goldstein, Grafstein et Harb (9).

Également présents : June Dewetering et Philippe Bergevin, attachés de recherche, Bibliothèque du Parlement.

Aussi présents : Les sténographes officiels du Sénat.

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

Sujet : L'étude concernant les fonds de couverture.

TÉMOIN :

Bureau du surintendant des institutions financières Canada (BSIF) :

Julie Dickson, surintendante intérimaire des institutions financières.

À 16 h 5, Mme Dickson fait une déclaration puis répond aux questions.

À 17 heures, le comité se réunit à huis clos, conformément à l'alinéa 92(2)e) du Règlement, pour faire l'étude d'un projet d'ordre du jour et d'une ébauche de budget.

Il est convenu que la greffière sonde les membres du comité afin de déterminer des dates où il serait possible de voyager.

Le comité examine l'ébauche de budget suivante :

Services professionnels et autres	49 500 $
Transports et communications	220 080 $
Autres dépenses	5 300 $
TOTAL	**274 880 $**

L'honorable sénateur Eyton propose que l'ébauche de budget de 274 880 $ pour l'étude des barrières interprovinciales au commerce soit adoptée et que le président la soumette au Comité permanent de la régie interne, des budgets et de l'administration.

La question, mise aux voix, est adoptée.

Il est convenu que le comité entende quelques témoins sur le sujet de la faillite.

At 5:30 p.m., the committee adjourned to the call of the Chair.

ATTEST:

OTTAWA, Thursday, February 1, 2007
(30)

[*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.

Members of the committee present: The Honourable Senators Angus, Biron, Campbell, Chaput, Goldstein, Grafstein, Harb and Tkachuk (8).

In attendance: Philippe Bergevin, Research Officer, Library of Parliament.

Also in attendance: The official reporters of the Senate.

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

Topic: The study on hedge funds

WITNESSES:

TSX Group (Toronto Stock Exchange)

Robert Fotheringham, Vice-President of Trading.

Alternative Investment Management Association (AIMA)

Tris Lett, Deputy Chair;

Michael Burns, Legal Counsel.

At 10:50 a.m., Mr. Fotheringham made a statement and answered questions.

At 12:25 p.m., Mr. Lett made a statement and, together with the other witness, answered questions.

At 1:10 p.m., the committee adjourned to the call of the Chair.

ATTEST:

À 17 h 30, le comité suspend ses travaux jusqu'à nouvelle convocation de la présidence.

ATTESTÉ :

OTTAWA, le jeudi 1er février 2007
(30)

[*Traduction*]

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

Membres du comité présents : Les honorables sénateurs Angus, Biron, Campbell, Chaput, Goldstein, Grafstein, Harb et Tkachuk (8).

Également présent : Philippe Bergevin, attaché de recherche, Bibliothèque du Parlement.

Aussi présents : Les sténographes officiels du Sénat.

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

Sujet : L'étude concernant les fonds de couverture.

TÉMOINS :

Groupe TSX (Bourse de Toronto) :

Robert Fotheringham, vice-président des transactions.

Alternative Investment Management Association (AIMA) :

Tris Lett, vice-président;

Michael Burns, conseiller-juridique.

À 10 h 50, M. Fotheringham fait une déclaration puis répond aux questions.

À 12 h 25, M. Lett fait une déclaration puis, aidé de l'autre témoin, répond aux questions.

À 13 h 10, 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, January 31, 2007

The Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce met this day at 4:04 p.m. to examine and report upon the present state of the domestic and international financial system (the study on hedge funds).

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

[*English*]

The Chairman: Honourable senators, we have a very ambitious program before the Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce. I want to welcome our witness, Julie Dickson, from the Office of the Superintendent of Financial Institutions, OSFI. We are being seen by Canadians from coast to coast to coast and by Internet around the world so your words have a global effect.

The Banking Committee of the Senate has been part of the history of the Senate and Canada since Parliament first met back in 1867. Several months after Confederation we were one of the first committees established and we have been in continuous service to the Canadian public. The committee, originally called the banking, commerce and railways committee, has concerned itself with banking, insurance, trusts, loans, caisses populaires and small loan companies, some types of taxations, corporate affairs and bankruptcy. Clearly, the committee's mandate extends to a number of issues that affect the functioning and the foundation of the Canadian economy as a whole. We are the only committee of either House of Parliament that has a mandate to look at large and small issues that affect the national economy as a whole.

This committee recently issued reports on consumer protection in the financial sector and how it affects the economy. In fulfilling our mandate, we travelled to New York City last October to discuss with our American colleagues issues including hedge funds, a sector valued at that time at $1.1 trillion in assets globally. Given the size and scope of our trading relationship with the United States, the integrated nature of aspects of our economy, and the priority that must be given to global financial stability, it is imperative that Canadian policy-makers understand what is happening in Canada and the United States in this important matter. During our discussions with U.S. regulators and representatives of the financial services sector, hedge funds did emerge as a key issue. Members of this committee agree that it requires much further study by us given the high-profile hedge fund failures recently and the increasing number of investors, both sophisticated and retail, using this financial tool. The Canadian hedge fund assets were estimated at $26.6 billion in June 2004 and we are sure they have grown since then.

TÉMOIGNAGES

OTTAWA, le mercredi 31 janvier 2007

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce se réunit aujourd'hui à 16 h 4 pour examiner, afin d'en faire rapport, la situation actuelle du régime financier canadien et international (l'étude des fonds de couverture).

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

[*Traduction*]

Le président : Honorables sénateurs, le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce a un programme très ambitieux. Je tiens à souhaiter la bienvenue à notre témoin, Julie Dickson, représentante du Bureau du surintendant des institutions financières, le BSIF. Des Canadiens nous regardent d'un océan à l'autre et partout dans le monde grâce à Internet, alors vos paroles ont une portée mondiale.

Le comité des banques du Sénat fait partie de l'histoire du Sénat et du Canada depuis la première séance du Parlement, en 1867. Plusieurs mois après la Confédération, le comité a été parmi les premiers à être créés et il a toujours été au service de la population canadienne. Portant à l'origine le nom de comité des banques, du commerce et des chemins de fer, le comité s'est intéressé à l'activité bancaire, aux assurances, aux fiducies, aux prêts, aux caisses populaires et aux compagnies de petits prêts, à certains types d'imposition, aux entreprises et aux faillites. Le mandat du comité couvre un certain nombre de questions qui touchent au fonctionnement et au fondement de l'économie canadienne dans son ensemble. Il s'agit du seul comité des deux chambres du Parlement qui est chargé d'examiner les questions, grandes et petites, qui influent sur l'économie nationale dans son ensemble.

Le comité a récemment déposé des rapports sur la protection du consommateur dans le secteur des finances et ses effets sur l'économie. Dans le cadre de notre mandat, nous sommes allés à New York en octobre dernier pour discuter avec nos collègues américains de divers sujets, dont les fonds de couverture, un secteur évalué à ce moment-là à 1,1 billion de dollars d'actifs. Compte tenu de l'ampleur et de la portée de nos relations commerciales avec les États-Unis, la nature intégrée des éléments de notre économie et la priorité qui doit être donnée à la stabilité financière mondiale, il est essentiel que les décideurs canadiens comprennent ce qui se passe au Canada et aux États-Unis dans cet important dossier. Au cours de nos discussions avec des représentants du secteur des services financiers et des responsables de la réglementation des États-Unis, les fonds de couverture sont apparus comme étant un élément clé. Les membres du comité sont d'avis qu'ils doivent étudier davantage ce dossier, compte tenu des échecs récents et largement médiatisés de certains fonds de couverture et du nombre croissant d'investisseurs, tant des investisseurs avertis que des petits épargnants, qui utilisent cet outil financier. Les fonds de couverture canadiens étaient évalués à 26,6 milliards de dollars en juin 2004 et nous sommes certains qu'ils ont augmenté depuis ce temps.

We also heard from hedge funds during our study of consumer issues in the financial sector and we recommended the appointment of a person to review appropriate regulatory oversight of hedge funds. Nevertheless, the key question remains the extent to which and how these new and intricate types of financial products should be regulated or supervised in order to protect the consumer and the stability and transparency of our domestic and global financial markets. The committee continues to have an open mind on the issue of the type of regulation or the supervision of hedge funds and welcomes additional testimony to clarify these issues for us.

In our continuing study of this important topic I welcome our next witness, Ms. Julie Dickson.

Julie Dickson, Acting Superintendent of Financial Institutions, Office of the Superintendent of Financial Institutions Canada (OSFI): Mr. Chairman and honourable members of the committee, I would like to thank you for the opportunity for OSFI to provide information as part of your consideration of hedge funds. I have some brief opening remarks outlining OSFI's role in financial sector regulation, and then I would be pleased to answer your questions.

[*Translation*]

OSFI is the prudential regulator of federal financial institutions. "Prudential" means we are concerned with the safety and soundness of financial institutions such as the large banks, and appropriate risk management by financial institutions, which contributes to the overall stability of the financial system. Our mandate does not extend to market conduct or investor protection issues, which are the responsibility of other organizations in the provincial and federal sphere.

[*English*]

With our prudential mandate, OSFI is interested in the market and credit risks that banks might face as the result of business dealings. OSFI is paid to be vigilant and to do something if we think that the entities we regulate and supervise are engaged in unsafe or unsound activity or do not fully understand the potential risks in their businesses or, in the case of the issue at hand, are not adequately assessing the risk of exposure.

OSFI uses a risk-based methodology in its supervision. An institution can, in principle, assume higher risks without attracting supervisory attention provided that the quality of its risk measurement is enhanced. How does OSFI know if the proper risk mitigants are in place? We ask questions, verify the answers and follow up. During our regular assessments

Nous avons aussi parlé des fonds de couverture dans le cadre de notre étude des questions concernant les consommateurs dans le secteur des services financiers et nous avons recommandé la nomination d'une personne chargée d'examiner la surveillance réglementaire des fonds de couverture. Néanmoins, la question essentielle reste à savoir dans quelle mesure et de quelle façon ces types de produits financiers nouveaux et complexes doivent être réglementés ou supervisés si nous voulons protéger le consommateur et préserver la stabilité et la transparence des marchés financiers canadiens et internationaux. Le comité reste ouvert sur le type de réglementation ou de supervision à appliquer aux fonds de couverture et est ravi d'entendre d'autres témoignages pour clarifier ces questions.

Pour poursuivre notre étude sur cet important sujet, je veux souhaiter la bienvenue à notre prochain témoin, Mme Julie Dickson.

Julie Dickson, surintendante intérimaire des institutions financières, Bureau du surintendant des institutions financières Canada (BSIF) : Monsieur le président, mesdames, messieurs, j'aimerais remercier le comité d'offrir au BSIF l'occasion de prendre part à son étude sur les fonds de couverture. Je commencerai par un bref exposé pour situer le rôle du BSIF dans le domaine de la réglementation des services financiers. Puis je serai ravie de répondre à vos questions.

[*Français*]

Le BSIF est l'organisme de réglementation prudentielle des institutions financières fédérales. Le terme « prudentielle » signifie que nous nous intéressons à la sécurité et à la solidité d'institutions financières telles que les grandes banques, ainsi qu'à leurs pratiques de gestion des risques auxquelles elles s'exposent, contribuant ainsi à la stabilité globale du système financier. Notre mandat n'englobe ni la conduite des marchés ni la protection des investisseurs, deux questions qui relèvent d'autres organismes provinciaux et fédéraux.

[*Traduction*]

En raison de son mandat prudentiel, le BSFI s'intéresse aux risques de marché et de crédit auxquels les banques s'exposent dans le cadre de leurs opérations commerciales. Nous sommes payés pour être vigilants et pour passer à l'action lorsque nous croyons que les entités que nous réglementons et que nous surveillons se montrent imprudentes ou négligentes, ou qu'elles ne semblent pas comprendre parfaitement les risques inhérents à leur secteur d'activité ou, dans le cas qui nous intéresse aujourd'hui, lorsqu'elles évaluent mal les risques associés aux fonds de couverture.

Les activités de surveillance du BSIF sont fondées sur la notion de risque. En principe, il est possible pour une institution d'assumer des risques plus importants sans attirer l'attention de l'organisme de surveillance, à condition que la qualité de la gestion des risques soit proportionnelle. Comment le BSIF sait-il que les mesures d'atténuation du risque sont adéquates? Nous

of financial institutions we focus on their risk management strategies, changes in their risk appetite and changes in their risk profile.

In this context, a review of the major banks' exposure to hedge funds and their management of that exposure was recently completed. This review indicated that the exposure of banks to hedge funds is relatively small and risk management practices are adequate. Canadian banks are found to be taking a cautious approach to hedge funds.

While OSFI does not currently have any concerns with the participation of Canadian financial institutions in hedge funds, activity in this area will continue to be evaluated as part of OSFI's ongoing supervisory process.

[*Translation*]

Finally, we meet with our international counterparts on a regular basis to discuss issues, including hedge funds. With respect to hedge funds, we pay particular attention to the work and views of U.S. and U.K. regulators, as the U.S. and U.K. are countries where the bulk of hedge fund activity occurs.

I would now be happy to take any questions the committee might have.

[*English*]

The Chairman: Senator Angus reminded me of my manners. I neglected to introduce our distinguished deputy chairman from Montreal, Senator Angus. I would be remorseful if I did not mention as well Senator Chaput, who also joins us for this session, and the distinguished Senator Campbell from Vancouver. Senator Campbell was a great protector of the public interest when involved in the public affairs of British Columbia and continues with that work in Ottawa. We welcome them to our committee.

Senator Angus: Thank you, Mr. Chairman. Welcome, Ms. Dickson. I believe it is fair to assume that you have been following the hearings we have been having up to now and that you have a sense of the range of issues that have been troubling us.

Ms. Dickson: Yes.

Senator Angus: I would like to follow up on the chairman's earlier comment regarding the scope of hedge funds. I realize that the mandate of the Office of the Superintendent of Financial Institutions is limited, as its name suggests, to financial institutions, and you are not a consumer protection agency. However, I gather from your opening statement that you are involved and interested enough to be able to give us a sense of the scope of hedge funds. How much of Canadian investment dollars are tied up in hedge funds today? Would it be a trillion dollars?

posons des questions, nous vérifions les réponses et nous faisons un suivi. Lors des contrôles que nous effectuons régulièrement auprès des institutions financières, nous examinons leurs stratégies de gestion du risque, leur propension à prendre des risques et l'évolution de leur profil de risque.

Dans ce contexte, on a récemment examiné les risques auxquels les grandes banques sont exposées en matière de fonds de couverture. Leurs pratiques de gestion des risques ont aussi été scrutées. Cet examen a permis de conclure que les risques à ce chapitre sont relativement minimes et que les pratiques de gestion des risques sont adéquates. Bref, il est permis de croire que les banques canadiennes se montrent prudentes lorsqu'il est question de fonds de couverture.

Bien que le BSIF n'entretienne aucune crainte en ce qui a trait à la participation des institutions financières canadiennes à des fonds de couverture, cette activité figure à notre programme de surveillance continue et y demeurera.

[*Français*]

Enfin, nous nous entretenons régulièrement avec nos homologues étrangers de diverses questions, dont les fonds de couverture. Nous suivons de près les travaux et les opinions des États-Unis et du Royaume-Uni dans ce dossier, puisque ce sont les pays où se déroule le gros des activités de fonds de couverture.

Il me fera maintenant plaisir de répondre à vos questions.

[*Traduction*]

Le président : Le sénateur Angus m'a rappelé les bonnes manières. J'ai oublié de présenter notre distingué vice-président de Montréal, le sénateur Angus. Je m'en voudrais de ne pas mentionner également le sénateur Chaput, qui se joint à nous pour la présente session, et le distingué sénateur Campbell, de Vancouver. Le sénateur Campbell a été un ardent défenseur de l'intérêt public lorsqu'il s'est occupé des affaires publiques de la Colombie-Britannique et il poursuit ce travail à Ottawa. Le comité leur souhaite la bienvenue.

Le sénateur Angus : Merci, monsieur le président. Bienvenue, madame Dickson. Je crois qu'il est juste de présumer que vous avez suivi les audiences que nous avons eues jusqu'à présent et que vous avez une idée des questions qui nous préoccupent.

Mme Dickson : Oui.

Le sénateur Angus : J'aimerais faire suite à ce que le président a dit tout à l'heure au sujet de l'étendue des fonds de couverture. Je comprends que le mandat du Bureau du surintendant des institutions financières est limité, comme son nom le dit, aux institutions financières, et qu'il ne s'agit pas d'un organisme de protection du consommateur. Toutefois, d'après votre déclaration préliminaire, je crois comprendre que vous vous intéressez suffisamment à cette question pour pouvoir nous donner une idée de l'étendue des fonds de couverture. Combien de dollars canadiens sont investis aujourd'hui dans des fonds de couverture? Serait-ce un billion de dollars?

Ms. Dickson: I have looked at the testimony various people have given to the committee. At OSFI we do not have statistics like that. We are most interested in what individual banks are doing with respect to hedge funds, the amount and kinds of activities they are conducting. We would also be interested in the growth rate of activity that banks have with hedge funds. We have found that the exposure of banks to hedge funds is very small — 2 per cent of the assets of a bank. That is very small in our world, but it is growing quickly; I have seen numbers that suggest 30 per cent a year. Any time we have exposures that grow that quickly, we keep a close eye on them, but it is such a small exposure that we are not losing sleep at night.

Senator Angus: I am happy you are not losing sleep at night. When this new vehicle came into vogue in Canada, it was limited to a sophisticated or exempt investor category, which would include the banks and the so-called institutional investors, but not the retail trade. We have heard that hedge funds have become more popular and many investment counselling and money management firms have been setting up hedge funds and putting their clientele into them, perhaps borderline clientele. In your opening comments you said that OSFI is concerned about making sure the companies or the institutions you regulate understand the nature of the risk and it is sometimes difficult given the degree of leverage that takes place.

I will not pursue the area of the unsophisticated investor with you, unless you feel you can add something, because it is not part of your mandate. We have other people like the Ontario Securities Commission and other agencies in Canada that are interested in that. Let me focus with you on the bank part.

In *The Wall Street Journal* from yesterday, January 30, the chairman and I noticed the possibility and the actual prevalence, if you will, of conflicts of interest that grow up amongst the banks. We saw it in the recent case of Amaranth. When that blew up we wondered if we were into another long-term capital situation where billions of dollars would have to be ponied up by the bank to save the system and to prevent a big run. In Amaranth it seemed to be managed. Yesterday's *The Wall Street Journal* headline read, "Amid Amaranth's Crisis, Other Players Profited." The article notes that Goldman Sachs offered a deal; JP Morgan balked and then did one itself. Then the article highlights what I refer to as a conflict of interest. Could you enlighten us in that regard? What did your review turn up?

Ms. Dickson: I can say a number of things. People have identified several issues they would like to look at regarding hedge funds. One is consumer protection, which, as you noted, is not part of our mandate. Two, they want to know whether hedge funds are acting appropriately in the marketplace; that is, is there insider trading or other market integrity issues? Securities commissions are interested in that. Three, people want to know more about anti-money laundering and whether hedge funds pose

Mme Dickson : J'ai examiné les témoignages que diverses personnes ont présentés au comité. Le BSIF n'a pas pareilles statistiques. Nous nous intéressons surtout à ce que fait chaque banque concernant les fonds de couverture, le volume et le type d'activités qu'elle mène. Nous nous intéressons également au taux de croissance de l'activité des banques en regard des fonds de couverture. Nous avons constaté que les risques auxquels les banques s'exposent dans ce domaine sont minimes — 2 p. 100 des avoirs d'une banque. C'est très peu dans notre monde, mais ce pourcentage augmente rapidement, de 30 p. 100 par année, selon certains chiffres. Chaque fois qu'un risque augmente aussi rapidement, nous surveillons la situation de près, mais ce risque est si petit qu'il ne nous empêche pas de dormir.

Le sénateur Angus : J'en suis fort heureux. Lorsque ce nouveau véhicule est devenu à la mode au Canada, il était limité à une catégorie d'investisseurs avertis ou exonérés, ce qui incluait les banques et les soi-disant investisseurs institutionnels, mais non les petits épargnants. Nous avons appris que les fonds de couverture gagnaient en popularité et que de nombreuses firmes de conseils en placement et de gestion d'argent créaient des fonds de couverture et amenaient leur clientèle à investir dans ces fonds, peut-être une clientèle marginale. Dans votre déclaration préliminaire, vous avez dit que le BSIF veille à ce que les entreprises ou les institutions qu'il réglemente comprennent la nature du risque, ce qui est parfois difficile compte tenu de l'effet de levier qui existe.

Je ne vais pas m'étendre sur la question des investisseurs non avertis, à moins que vous ne croyiez pouvoir ajouter quelque chose, puisque cette question ne fait pas partie de votre mandat. D'autres organismes comme la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et d'autres organisations au Canada s'intéressent à cette question. Permettez-moi de me concentrer ici sur les banques.

Dans le *Wall Street Journal* d'hier, soit du 30 janvier, le président et moi avons remarqué la possibilité et, en fait, la prévalence des conflits d'intérêts qui augmentent parmi les banques. Nous l'avons vu dans la récente affaire Amaranth. Lorsque cette affaire a éclaté, nous nous sommes demandé s'il s'agissait d'un autre scénario de capitaux à long terme dans lequel la banque devait trouver des milliards de dollars pour sauver le système et éviter un retrait massif. Dans l'affaire Amaranth, les choses semblaient être bien gérées. Dans l'article du *Wall Street Journal* d'hier, intitulé « Amid Aramanth's Crisis, Other Players Profited », on pouvait lire que Goldman Sachs avait fait une offre et JP Morgan a riposté et en a fait une également. Puis l'article fait ressortir ce qui m'apparaît comme un conflit d'intérêts. Pouvez-vous nous éclairer à ce sujet? Quelle a été la conclusion de votre examen?

Mme Dickson : Je peux dire un certain nombre de choses. Les gens ont cerné plusieurs questions qu'ils aimeraient examiner en ce qui a trait aux fonds de couverture. Il y a d'abord la protection du consommateur qui, comme vous l'avez dit, ne fait pas partie de notre mandat. Deuxièmement, ils veulent savoir si les fonds de couverture se comportent de manière appropriée sur le marché, c'est-à-dire s'il y a des transactions d'initiés ou d'autres problèmes touchant à l'intégrité du marché. Les commissions de valeurs

an issue there. Last, people want to look at whether there is a systemic risk problem of any kind. Could there be a buildup of concentrations of risks in the system such that if a hedge fund collapsed there would be ramifications for the entire system? We are most interested in that last issue, which does touch OSFI. We are very interested in the Amaranth case where a fund collapsed and the market dealt with it. It was a disturbance but not a systemic event. Some people like to point to that as a situation well-handled within the marketplace.

OSFI looked at the exposures of Canadian banks in the Amaranth case and whether they were well managed — how much was on their books, did they know what was on their books, was it collateralized, did they lose any money — because we care about the solvency of the banks. We were satisfied with what we saw.

However, we must continue to stay abreast of what is happening. I meet every six months with my counterparts from around the world, including finance or treasury officials plus central bankers. Hedge funds have been on the agenda for a while. Those meetings are an opportunity to compare notes to see whether people are noticing things that concern them.

Many speeches are made by bank regulators, securities regulators and central bankers. For the most part, the view is that hedge funds are a useful addition to the financial system for reasons you have heard before: price discovery, added liquidity and more efficient allocation of resources. However, people still want to be sure that they understand exactly what is going on. Therefore there continue to be meetings, especially in the U.K. and the U.S. where most of the activity is taking place.

Bank regulators meet with the major players in the system, the major financial institutions, to check what they are doing and whether they understand the hedge funds. Most people think that if the banks that are lending the money understand those to whom they are lending the money, that has a positive outcome for the system because it constrains the leverage of those parties, those hedge funds.

Meetings also take place between major securities regulators like the U.S. Securities and Exchange Commission and the Financial Services Authority in the U.K. Those are not banks but large securities firms that play a big role internationally. They are looking at their risk management practices and whether they understand their counter parties, the hedge funds.

mobilières s'intéressent à cette question. Troisièmement, les gens veulent en savoir davantage sur la lutte contre le blanchiment d'argent et si les fonds de couverture posent problème dans ce sens. Enfin, les gens veulent savoir s'il existe un risque systémique quelconque. Pourrait-il y avoir des concentrations de risques dans le système au point où si un fonds de couverture s'effondrait, l'ensemble du système en souffrirait? C'est cet aspect qui nous intéresse le plus, qui touche le BSIF. Nous nous intéressons beaucoup à l'affaire *Amaranth*, dans laquelle un fonds s'est effondré et le marché a composé avec le problème. Il y a eu une perturbation, mais non pas un événement systémique. Certains aiment dire qu'il s'agissait d'une situation qui a été bien traitée au sein du marché.

Le BSIF a examiné les risques que couraient les banques canadiennes dans l'affaire Amaranth et a voulu savoir si ces risques étaient bien gérés — combien d'argent se trouvait dans leurs livres comptables, savaient-elles ce qui se trouvait dans leurs livres, l'argent était-il garanti par nantissement de titres, ont-elles perdu de l'argent — parce que notre organisation se préoccupe de la solvabilité des banques. Nous avons été satisfaits de ce que nous avons vu.

Toutefois, nous devons nous tenir au fait de ce qui se passe. Tous les six mois, je rencontre mes homologues des quatre coins du monde, y compris des porte-parole des finances et des banques centrales. Les fonds de couverture sont à l'ordre du jour depuis un certain temps. Ces rencontres donnent l'occasion de faire des comparaisons pour voir si les gens remarquent certaines choses qui les préoccupent.

Bon nombre de discours sont prononcés par les responsables de la réglementation des banques et des valeurs mobilières et par des dirigeants de banques centrales. Pour la plupart, les fonds de couverture constituent un ajout utile au système financier pour les raisons que vous savez : détermination des prix, liquidité accrue et affectation plus efficace des ressources. Toutefois, les gens veulent tout de même être certains de comprendre exactement ce qui se passe. Par conséquent, des réunions continuent d'être organisées, surtout au Royaume-Uni et aux États-Unis où le gros des activités se déroule.

Les responsables de la réglementation des banques rencontrent les principaux intervenants du système, les grandes institutions financières, pour vérifier ce qu'ils font et s'ils comprennent les fonds de couverture. La plupart des gens croient que si les banques qui prêtent l'argent comprennent ceux à qui elles prêtent cet argent, cela a un effet positif sur le système en limitant le levier financier de ces parties, ces fonds de couverture.

Les principaux organismes de réglementation du marché des valeurs mobilières comme la Securities and Exchange Commission, aux États-Unis, et la Financial Services Authority, au Royaume-Uni, se réunissent également. Ce ne sont pas des banques, mais d'importantes maisons de courtage qui jouent un rôle important sur la scène internationale. Elles examinent leurs pratiques de gestion des risques et cherchent à savoir si elles comprennent leurs contreparties, les fonds de couverture.

There are also meetings with hedge funds. Even though they are not regulated entities, the Securities and Exchange Commission, SEC, and the Financial Services Authority, FSA, are meeting with major hedge funds. That is good business. We all want to know more about these hedge funds. OSFI tries to stay on top of what the SEC and the FSA are learning. We see those people every six months. We also receive updates and we can talk to them at any time between meetings.

Senator Angus: Those meetings and your interest in hedge funds vis-à-vis the banks' lending practices are interesting points.

I have not heard you say that OSFI has implemented any particular regulation. I know that one of your ways of overseeing and regulating the banks is by setting out guidelines, in effect regulations that are not really regulations. That seems to work in your world.

Do you have specific guidelines for the banks regarding hedge fund exposures? If so, we would be interested in seeing those.

Ms. Dickson: We have no specific guidelines. We make a guideline only if we feel it is necessary because we see something that we do not like. Our review looked in-depth at what the banks are doing with hedge funds, and that was definitely a signal to the industry that we are watching. That has an impact.

Based on that review, we felt that the management of the risk was good so we did not see a need to produce specific guidelines. However, we are also involved in international discussions on capital, and a new Basel Accord will come into effect November 1, 2007. That accord contains a few parts that deal specifically with hedge funds, which we are adopting. It says that if a bank has an open equity investment in a hedge fund, the capital charge would be higher than what it is today. It also talks about collateral management practices, so that if a bank is taking collateral, which it always does when it deals with a hedge fund, it has to think about the liquidation value of that collateral. That is an important development internationally and those rules will come into effect at the end of year.

The Chairman: Are those future guidelines or objectives in writing?

Ms. Dickson: They will appear in a guideline in Canada at the end of the year. I can send you that information.

The Chairman: Thank you. We would like to circulate it to our members.

Senator Goldstein: Thank you, Ms. Dickson, for coming to speak with us about this issue. We understand that OSFI does not have any direct role in the regulation of hedge funds and for a variety of constitutional and mandate reasons you cannot, but you can exercise some indirect control. Some controls are starting to be exercised. For instance, in the United States there is now

Il y a également des réunions avec les fonds de couverture. Bien que ce ne soient pas des entités réglementées, la Securities and Exchange Commission, SEC, et la Financial Services Authority, FSA, rencontrent les principaux fonds de couverture. C'est une bonne chose. Nous voulons tous en apprendre davantage sur ces fonds. Le BSIF essaie de se tenir au courant de ce que la SEC et la FSA apprennent. Nous voyons ces gens tous les six mois. Nous recevons également des mises à jour et nous pouvons nous entretenir avec eux en tout temps entre les rencontres.

Le sénateur Angus : Ces rencontres et votre intérêt pour les fonds de couverture et les pratiques de prêt des banques sont des aspects intéressants.

Je ne vous ai pas entendu dire que le BSIF avait mis en œuvre une réglementation particulière. Un de vos moyens de surveillance et de réglementation des banques consiste à émettre des lignes directrices, des règlements qui n'en sont pas. Cette façon de faire semble fonctionner dans votre monde.

Avez-vous des lignes directrices précises pour les banques en ce qui concerne les fonds de couverture? Si oui, nous serions intéressés à les voir.

Mme Dickson : Nous n'avons pas de lignes directrices précises. Nous produisons des lignes directrices seulement si nous le jugeons nécessaire parce que nous voyons quelque chose que nous n'aimons pas. Nous avons examiné dans le détail ce que font les banques avec les fonds de couverture, et l'industrie a compris que nous surveillons la situation. Cela a un impact.

À la lumière de cet examen, nous avons conclu que la gestion des risques était bonne et nous n'avons donc pas jugé nécessaire de produire des lignes directrices précises. Toutefois, nous participons également à des discussions internationales sur les fonds propres, et un nouvel accord de Bâle entrera en vigueur le 1er novembre 2007. On trouve dans cet accord quelques clauses qui portent spécialement sur les fonds de couverture, que nous adoptons. On y précise que si une banque a un placement ouvert en actions dans un fonds de couverture, les intérêts et le remboursement des emprunts seraient plus élevés qu'aujourd'hui. On y parle également des pratiques de gestion des garanties, si bien que si une banque prend des garanties, ce qu'elle fait toujours lorsqu'il s'agit d'un fonds de couverture, elle doit réfléchir à la valeur de liquidation de ces garanties. Il s'agit d'un progrès important sur la scène internationale et ces règles entreront en vigueur à la fin de l'année.

Le président : Ces lignes directrices ou ces objectifs à venir se trouvent-ils dans un document?

Mme Dickson : Ces lignes directrices seront publiées au Canada à la fin de l'année. Je peux vous envoyer cette information.

Le président : Merci. Nous aimerions distribuer le document à nos membres.

Le sénateur Goldstein : Merci, madame Dickson, de venir vous entretenir avec nous sur cette question. Nous comprenons que le BSIF ne joue aucun rôle direct dans la réglementation des fonds de couverture et qu'il ne peut le faire pour diverses raisons de constitution et de mandat, mais vous pouvez exercer un certain contrôle indirect. Certains contrôles commencent à être

talk of increasing the threshold for what we call sophisticated investors to $2.5 million plus. Chancellor Merkel has indicated that at the forthcoming G8 meetings she intends to put the hedge funds issue on the agenda. The U.K. has started working on some regulation.

Has your organization been aware of the fact that many Canadians are not worried but wary about the quantity of the market in securities that hedge funds hold? Now almost 50 per cent of the traded stock on Canadian stock exchanges is held directly or indirectly by hedge funds. Is that concentration of concern to OSFI? Bearing in mind that the hedge funds in turn are financed by banks, although you indicated that you are comfortable with that and that in the aggregate the hedge fund loans by banks do not exceed 2 per cent of their assets, does the concentration not start to concern you?

Ms. Dickson: You are speaking about the concentration of trading on the stock exchanges?

Senator Goldstein: Yes.

Ms. Dickson: I am not well placed to comment on that. I think a stock exchange person might be better placed to comment.

Senator Goldstein: As far as we are aware, some 40 per cent of the Canadian hedge funds are held by pension funds, and that does fall within your jurisdiction. Have you done anything about pension funds in terms of guidelines on this issue? For instance in 1997 you did issue guidelines for derivatives.

Ms. Dickson: We have looked at what private pension plans are doing with hedge fund investments. OSFI is in charge of 10 per cent of the private pension plans in Canada. We do not see much investment taking place. I have seen the numbers you are talking about, but they do not represent investments by the plans we regulate. That may reflect the fact that we have only 10 per cent of the plans. We do know that some of the larger plans that we oversee are dipping their toes in the water, so to speak. Again, they are very small exposures.

If a private pension plan wanted to start to invest heavily in hedge funds I think it would have to change its investment policies. We require that pension plans have a statement of investment policies and procedures and every year that has to be reviewed. If a plan decided to make a major change it would have to put that in the policy, which is available for everyone to see. At this point it is pretty small.

Senator Goldstein: Is the review you completed of banks and their exposure to hedge funds in writing?

Ms. Dickson: Yes.

exercés. Par exemple, aux États-Unis, on parle à l'heure actuelle d'augmenter le seuil pour ceux que nous appelons les investisseurs avertis à plus de 2,5 millions de dollars. La chancelière Merkel a indiqué qu'elle voulait inscrire la question des fonds de couverture à l'ordre du jour des prochaines réunions du G8. Le Royaume-Uni a entrepris des travaux sur une certaine réglementation.

Votre organisation sait-elle qu'un grand nombre de Canadiens ne sont pas inquiets, mais se méfient du volume du marché des valeurs mobilières que détiennent les fonds de couverture? Près de 50 p. 100 des valeurs échangées sur les marchés boursiers canadiens sont maintenant détenues directement ou indirectement par des fonds de couverture. Cette concentration inquiète-t-elle le BSIF? En gardant à l'esprit que les fonds de couverture sont financés par les banques, bien que vous ayez dit ne pas vous en inquiéter et que, dans l'ensemble, les prêts sur les fonds de couverture consentis par les banques ne dépassent pas 2 p. 100 de leurs avoirs, cette concentration ne commence-t-elle pas à vous préoccuper?

Mme Dickson : Vous parlez de la concentration des échanges sur les marchés boursiers?

Le sénateur Goldstein : Oui.

Mme Dickson : Je ne suis pas bien placée pour faire des commentaires à ce sujet. Je crois qu'un spécialiste des marchés boursiers serait mieux placé.

Le sénateur Goldstein : À notre connaissance, environ 40 p. 100 des fonds de couverture canadiens sont détenus par des caisses de retraite, ce qui relève de votre compétence. Avez-vous élaboré des lignes directrices sur cette question, pour ce qui est des caisses de retraite? Par exemple, en 1997 vous avez produit des lignes directrices sur les instruments dérivés.

Mme Dickson : Nous avons examiné ce que font les régimes de retraite privés avec les investissements dans les fonds de couverture. Le BSIF s'occupe de 10 p. 100 des régimes de retraite privés au Canada. Nous observons peu d'investissement. J'ai vu les chiffres dont vous parlez, mais ils ne représentent pas les investissements faits par les régimes que nous réglementons. C'est peut-être parce que nous n'avons que 10 p. 100 des régimes. Nous savons que quelques-uns des régimes plus importants que nous supervisons tâtent le terrain, pour ainsi dire. Encore une fois, ce sont de très faibles risques.

Si un régime de retraite privé voulait commencer à investir massivement dans des fonds de couverture, je crois qu'il aurait à modifier ses politiques d'investissement. Nous exigeons que les régimes de retraite aient un énoncé de leurs politiques et procédures d'investissement, et cet énoncé doit être examiné chaque année. Si un régime décidait de faire un changement majeur, il aurait à l'indiquer dans sa politique, que tout le monde peut consulter. À l'heure actuelle, c'est très peu.

Le sénateur Goldstein : L'examen que vous avez effectué sur les banques et les risques qu'elles prennent relativement aux fonds de couverture a-t-il fait l'objet d'un rapport écrit?

Mme Dickson : Oui.

Senator Goldstein: Is that sensitive or could we get copies?

Ms. Dickson: We actually had an access to information request for that report and we shipped it out. I can certainly look at shipping it over here.

Senator Goldstein: That would be good.

Senator Campbell: I am relatively inexperienced in this field but I was wondering whether with hedge funds and unaccredited and unsophisticated investors it is like everything else, buyer beware.

I understand that for the exempt market and sophisticated investors one would expect that they have all the tools at hands to make informed decisions, but if you are not in that category, how do you end up getting into a hedge fund?

Ms. Dickson: I am not well placed to answer that question either.

OSFI plays a minor role to the extent that we look at the lending practices of banks in respect of hedge funds and that helps to ensure that hedge funds are safer than they would be otherwise. However, I would not be able to answer the question as to how much information people should or should not have about hedge funds before making an investment.

Senator Campbell: If an unsophisticated investor wanted to get into hedge funds and went to a bank to borrow the funds, would the bank say anything to that investor or would it simply hand over the money?

Ms. Dickson: Banks care about their business practices. We issued a reputation risk management letter about a year and a half ago in which we stressed the importance for banks to understand the businesses they are in and the reputation risk to which they could be subjecting themselves in some of those lines of business. That applies across the board. It does not matter what business it is.

We are not the only regulator who did that; many others started working on that. Although we are responsible for solvency regulation and oversight, we must also worry about things that can come back and bite a bank and potentially create a solvency issue for them. That is why we issued such a letter. It would be relevant in any situation where they are selling products to customers. However, I do not have the power to oversee how banks go about selling products to customers; that is not the role of OSFI.

The Chairman: Was that letter sent to the banks on your behalf?

Ms. Dickson: Yes. It is on our website.

The Chairman: Could we have a copy of that as well?

Ms. Dickson: Yes.

Le sénateur Goldstein : Est-ce un document protégé, ou bien pouvons-nous en obtenir des copies?

Mme Dickson : En fait, nous avons reçu une demande d'accès à l'information concernant ce rapport et nous l'avons expédié. Je peux certainement vous en envoyer une copie.

Le sénateur Goldstein : Ce serait bien.

Le sénateur Campbell : J'ai relativement peu d'expérience dans ce domaine, mais je me demandais si avec les fonds de couverture et les investisseurs non agréés et non avertis, c'était comme partout ailleurs : l'acheteur doit être vigilant.

Je comprends qu'on s'attendrait à ce que les investisseurs des marchés non réglementés et les investisseurs avertis aient tous les outils en main pour prendre des décisions éclairées, mais si vous ne faites pas partie de cette catégorie, comment en arrivez-vous à investir dans un fonds de couverture?

Mme Dickson : Je ne suis pas bien placée pour répondre à cette question non plus.

Le BSIF joue un petit rôle dans la mesure où il examine les pratiques de prêt des banques en ce qui a trait aux fonds de couverture, ce qui contribue à garantir que les fonds de couverture sont plus sûrs qu'ils ne le seraient autrement. Toutefois, je ne pourrais pas dire dans quelle mesure les gens doivent être informés ou non au sujet des fonds de couverture avant de faire un investissement.

Le sénateur Campbell : Si un investisseur non averti voulait investir dans un fonds de couverture et demandait un prêt à une banque, la banque dirait-elle quelque chose à cet investisseur ou lui remettrait-elle tout simplement l'argent demandé?

Mme Dickson : Les banques se soucient de leurs pratiques d'affaires. Il y a environ un an et demi, nous avons distribué une lettre sur la gestion des risques pour la réputation, dans laquelle nous avons souligné l'importance pour les banques de comprendre les activités dans lesquelles elles s'engageaient et les risques pour la réputation auxquels elles pouvaient s'exposer dans certains secteurs d'activités. Cette consigne s'applique partout, peu importe l'activité.

Le BSIF n'est pas le seul organisme de réglementation à avoir fait cela; de nombreux autres ont commencé à travailler dans ce sens. Bien que nous soyons responsables de la réglementation et de la surveillance en matière de solvabilité, nous devons également nous préoccuper des choses qui peuvent avoir des retombées négatives sur une banque et créer un problème de solvabilité. C'est pourquoi nous avons diffusé cette lettre. Elle s'applique à toutes les situations où des produits sont vendus à des clients. Toutefois, je n'ai pas le pouvoir de surveiller comment les banques s'y prennent pour vendre leurs produits; ce n'est pas le rôle du BSIF.

Le président : Cette lettre a-t-elle été envoyée aux banques en votre nom?

Mme Dickson : Oui. Vous pouvez la trouver sur notre site web.

Le président : Pourrions-nous en avoir un exemplaire également?

Mme Dickson : Tout à fait.

[*Translation*]

Senator Chaput: What administrative structure is in place in the case of Canadian hedge funds? Is there a typical structure for managing hedge funds?

For example, could the fund administrator and the investment advisor be one and the same individual? To your knowledge, how are hedge funds typically administered?

[*English*]

Ms. Dickson: I know a little bit about hedge fund structure, but I am certainly not an expert. The manager could be separate from the advisor and the administrator.

I believe that previous witnesses spoke to that, possibly from the Ontario Securities Commission and one other.

[*Translation*]

Senator Chaput: So then, you cannot tell me if any resources are allocated to fund management, or anything about the nature or extent of the resources allocated to that purpose?

[*English*]

Ms. Dickson: When you speak about resources, are you talking about the amount put into management versus administration?

Senator Chaput: Yes.

Ms. Dickson: I would not be able to answer that question.

Senator Harb: In what you and many other witnesses appearing before the committee have said, I have heard no alarm bells raised that would lead me to believe that hedge funds are problematic in Canada. Yet we visited the United States where there seems to be a universal problem. From your position as an organization that oversees financial institutions, perhaps you can shed light on why that is. In Canada it seems to be so mundane and rather smooth going, while across the border, as well as in Europe, alarm bells are sounding everywhere. Is that partially because, as you said, Canadian banks are not as involved as are American and overseas banks? Are you aware of other factors?

Ms. Dickson: The activity is much greater in the U.S. than it is in Europe. Therefore, the bulk of hedge fund managers are located in the United States, creating greater interest there than in Canada. Long-Term Capital Management, LTCM, and Amaranth Advisors were both located in the U.S, which creates interest.

[*Français*]

Le sénateur Chaput : Dans le cas des fonds de couverture canadiens, quelle est la structure administrative? Est-ce qu'il y a une structure courante pour administrer ce genre de fonds?

À titre d'exemple, est-ce que l'administrateur de fonds et le conseiller en placements pourraient être la même personne? Est-ce qu'il y a une procédure courante pour administrer les fonds à votre connaissance?

[*Traduction*]

Mme Dickson : J'en connais un peu au sujet de la structure des fonds de couverture, mais je ne suis certes pas une experte en la matière. L'administrateur du fonds et le conseiller en placement ne sont pas nécessairement la même personne.

Je crois que des témoins vous ont déjà entretenu de ces questions, peut-être un représentant de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et un autre témoin.

[*Français*]

Le sénateur Chaput : Donc, vous n'êtes pas en mesure de me dire s'il y a des ressources affectées et quels genres de ressources seraient affectées à la gestion de ces fonds et quelle est l'importance des ressources affectées?

[*Traduction*]

Mme Dickson : Lorsque vous parlez de ressources, s'agit-il des sommes affectées à la gestion par rapport aux frais d'administration?

Le sénateur Chaput : Exactement.

Mme Dickson : Je ne pourrais pas vous répondre à ce sujet.

Le sénateur Harb : À la lumière de vos observations et des commentaires de nombreux autres témoins qui ont comparu devant notre comité, il ne semble pas y avoir eu de signal d'alarme qui pourrait m'amener à croire que les fonds de couverture sont problématiques au Canada. Nous avons toutefois pu constater lors de notre visite aux États-Unis qu'ils semblaient poser ailleurs dans le monde un problème important. Comme vous êtes à la tête d'une organisation qui chapeaute les institutions financières, peut-être pourriez-vous nous expliquer cette distinction. Au Canada, tout cela semble très simple et très facile, alors qu'au Sud de la frontière, tout comme en Europe, les signaux d'alarme retentissent un peu partout. Est-ce notamment dû au fait, comme vous l'avez souligné, que les banques canadiennes ne jouent pas un rôle aussi actif que les banques américaines et européennes? Savez-vous de quoi il en retourne?

Mme Dickson : L'activité à ce chapitre est beaucoup plus soutenue aux États-Unis qu'en Europe. C'est donc aux États-Unis que l'on retrouve la grande majorité des gestionnaires de fonds de couverture, ce qui en fait un dossier beaucoup plus chaud qu'ici au Canada. Ainsi, les firmes Long-Term Capital Management (LTCM) et Amaranth Advisors étaient toutes deux situées aux États-Unis.

In Europe, in particular, there is some disagreement among the countries as to how to proceed. Some countries are far more vocal than others. As well, some people are beginning to worry about whether hedge fund activity will move out of their country and into another, which would not solve any problems; if you try to regulate such business, it will move elsewhere, thereby resolving nothing. People could get excited about some of these issues.

While OSFI knows full well that the exposure is quite limited here, I also want to be sure that all the discussions and the good points being raised are explored. We have to stay on top of them because an event somewhere else could lead to a major loss of confidence that eventually could affect Canada, thus becoming our problem too.

Senator Harb: My question deals specifically with the sales of principle protected notes. At least one or two groups made a big deal out of them but I do not understand that. If someone goes to a bank and the bank guarantees to come up with the principle, then that is good from the consumer's perspective. If we make more money, then we will give you more money. I do not see the problem.

Has anyone complained to you about that particular aspect? If so, what was your reaction to it?

Ms. Dickson: Because we are a solvency regulator, people would not phone us to complain about that. They might phone other people. A solvency regulator would not get such a complaint. To the extent that banks are offering such products, our role is to ask whether the banks understand the products they are offering and whether they have enough capital to move on such products. We would look at that aspect but we would not receive calls.

Senator Harb: The mandate of the Office of the Superintendent of Financial Institutions is interesting in that it oversees the financial institutions and looks at the Bank Act from time to time, as well as other responsibilities. In Canada, we seem to have a vacuum in terms of oversight to look at the market and to address concerns, whether enforcement, accountability, regulatory or otherwise.

Has it crossed your mind that you should entertain an aggressive discussion to determine whether you might have a role to play in bringing partners together, whether you should expand your mandate to include a more proactive role in the marketplace? Or do you think you have enough on your plate now and it should be up to someone else?

Ms. Dickson: We truly have full-time jobs and we make a point of focusing on our mandate. We do not like to stray too far from our mandate because then we are doing things Parliament did not ask us to do. Anytime anyone tries to move away from the mandate, we have a discussion about it. We are not a huge

En Europe, il y eu un certain désaccord entre les pays quant au mode de fonctionnement à adopter. Il y a des pays qui font beaucoup plus de bruit que d'autres. En outre, certains commencent à s'inquiéter de voir les activités liées aux fonds de couverture quitter leur pays au bénéfice d'un autre, ce qui ne réglerait rien; lorsqu'on essaie de réglementer de telles activités, on risque de les voir partir à l'étranger, ce qui n'arrange pas les choses. Il est possible qu'une partie de ces questions suscitent de fortes réactions.

Même si le BSIF est bien conscient que le risque est plutôt limité au Canada, je veux m'assurer que l'on explore toutes les pistes de discussion et que l'on donne suite aux excellents points qui sont soulevés. Nous devons demeurer bien au fait de la situation parce qu'un événement se produisant à l'étranger risque d'entraîner une grave perte de confiance qui pourrait en venir à toucher le Canada, ce qui en ferait également notre problème.

Le sénateur Harb : Ma question porte sur la vente de billets à capital protégé. Au moins un ou deux groupes en ont fait grand état, mais je ne comprends pas pourquoi. Si un client voit sa banque lui garantir le principal de son investissement, c'est certainement une offre favorable de son point de vue à lui. La banque lui dit simplement que si son investissement rapporte davantage, on lui remettra plus d'argent. Je ne vois pas le problème.

Avez-vous déjà reçu des plaintes au sujet de cet aspect très particulier? Si tel est le cas, comment y avez-vous donné suite?

Mme Dickson : Comme nous sommes une autorité chargée du contrôle de la solvabilité, ce n'est pas nous qui recevons les plaintes des gens. Ils vont plutôt communiquer avec d'autres instances. Une organisation comme la nôtre n'est pas saisie de telles plaintes. Comme les banques offrent des produits de ce genre, notre rôle consiste à nous assurer qu'elles en comprennent bien la teneur et qu'elles disposent de suffisamment de capitaux pour en assurer la mise en œuvre. Nous nous pencherions sur cet aspect, mais nous ne traiterions pas les plaintes.

Le sénateur Harb : Le Bureau du surintendant des institutions financières a un mandat intéressant qui l'amène à superviser les agissements des institutions financières et à se pencher de temps à autre sur la loi sur les banques, entre autres responsabilités. Au Canada, il semble exister un vide quant à la surveillance des marchés et aux préoccupations à régler à cet égard, notamment en matière d'application de la loi, de responsabilisation et de réglementation.

Avez-vous envisagé la possibilité de discuter sérieusement de la pertinence pour vous de jouer un rôle plus actif dans la concertation des partenaires et d'élargir votre mandat pour intervenir de manière davantage proactive sur le marché? Ou croyez-vous plutôt avoir déjà suffisamment de pain sur la planche pour pouvoir laisser ces responsabilités à quelqu'un d'autre?

Mme Dickson : Nous avons effectivement un emploi du temps très chargé et nous nous efforçons de nous concentrer sur notre mandat actuel. Nous évitons de nous éloigner trop de ce mandat, car nous nous retrouverions à faire des choses que le Parlement ne nous a pas demandé de faire. Toutes les fois que l'un d'entre nous

organization. We must be sure we stick to our knitting and do what is expected of us and not go off in other directions. The government must decide what it wants agencies to do.

Senator Harb: Do you oversee banks and financial institutions within the boundaries of Canada or do you follow the money? If a financial institution is doing work in Asia, for example, is it your mandate to extend beyond the border?

Ms. Dickson: We follow the money.

Senator Harb: Wherever the money goes, you follow it. What about other subsidiaries? Banks may have a vested interest in a third party organization, such as an investment group. When do you determine something is outside your mandate because it has nothing to do with the bank but with the vested interest the bank has in that financial entity, whether it is a trading house, insurance company or other type of financial organization? First, the entity is outside of Canada and, second, it is not real activity with the bank. How do you reconcile those conflicting issues that may come up from time to time in your daily operation?

Ms. Dickson: If the bank owns something, we make it our business. Banks are becoming increasingly international, as are insurance companies, and they could have material operations in other countries. Because of that, we must look at how they are managing the risks when they go into other countries or when they get into other businesses. Therefore, we do follow the money.

From a solvency perspective, it is our business. We will go to those countries and look. Because the bank owns them, it is not an issue. We just do it.

Senator Harb: Even if they own 20 per cent or 30 per cent and someone else owns 80 per cent?

Ms. Dickson: It all depends on materiality. If they own 20 per cent and do not control it, there are rules that limit how much they can own.

We like it when banks control because they have deep pockets, and we like to be sure they can manage the exposure and can therefore ensure the subsidiary is doing what needs to be done.

With that being said, there is flexibility to allow financial institutions to dip their toes into other markets and take minority positions. There are limits on that because when you do not control, you do not call the shots.

essaie de s'écarter du mandat, nous en discutons ensemble. Nous ne sommes pas une grande organisation. Nous devons nous assurer de nous en tenir aux responsabilités qui nous sont confiées et de faire ce que l'on attend de nous sans nous éparpiller dans toutes sortes de directions. C'est au gouvernement qu'il incombe de décider des activités de ses organismes.

Le sénateur Harb : Effectuez-vous la surveillance des banques et des institutions financières à l'intérieur des frontières du Canada ou est-ce que vous suivez l'argent? Si une institution financière a des activités en Asie, par exemple, est-ce que votre mandat vous permet de franchir la frontière?

Mme Dickson : Nous suivons l'argent.

Le sénateur Harb : Si l'argent va quelque part, vous suivez. Qu'en est-il des filiales? Les banques peuvent détenir des intérêts dans une autre organisation, comme un groupe d'investissement. À partir de quel moment considérez-vous qu'une activité n'est pas de votre ressort parce qu'elle ne concerne aucunement la banque, mais bien les intérêts qu'elle détient dans cette entité financière, qu'il s'agisse d'une maison de traite, d'une compagnie d'assurances ou de tout autre type d'organisation financière? Primo, cette entité est située à l'étranger; secundo, ce n'est pas vraiment une activité de la banque. Comment parvenez-vous à voir clair dans ces zones grises auxquelles vous êtes confrontés de temps à autre dans vos activités quotidiennes?

Mme Dickson : Lorsque la banque est propriétaire, cela nous concerne. Les banques sont de plus en plus des entités internationales, au même titre que les compagnies d'assurances, et elles peuvent avoir des activités importantes dans d'autres pays. Dans ce contexte, nous devons examiner la façon dont les banques gèrent les risques lorsqu'elles évoluent à l'étranger ou dans d'autres sphères d'activité. Par conséquent, nous devons effectivement suivre l'argent.

Du point de vue de la solvabilité, cela fait partie de notre mandat. Nous nous rendons dans les pays concernés pour procéder aux vérifications requises. Lorsque la banque est propriétaire, la question ne se pose même pas. Nous devons tout simplement faire notre travail.

Le sénateur Harb : Même si une banque n'est propriétaire qu'à 20 p. 100 ou 30 p. 100, alors que quelqu'un d'autre possède 80 p. 100 des parts?

Mme Dickson : Tout dépend de l'importance relative. Si une banque détient 20 p. 100 des parts d'une organisation mais n'en a pas le contrôle, il y a des règles qui limitent sa participation à la propriété.

Nous préférons que les banques exercent le contrôle parce qu'elles disposent d'importantes ressources et nous sommes ainsi assurés qu'elles sont en mesure de gérer les risques et peuvent donc voir à ce que la filiale fasse le nécessaire.

Ceci étant dit, les institutions financières disposent d'une certaine marge de manœuvre pour aller sonder d'autres marchés en y prenant des positions minoritaires. Certaines limites s'appliquent à cet égard étant donné qu'il leur est impossible de prendre les décisions dans une situation où elles n'exercent pas le contrôle.

Where activity is material, we have to make it our business. Banks and insurance companies appreciate that. They make it their business at the board and senior management levels, so it becomes our business as well.

Senator Goldstein: I am intrigued by the fact that all the witnesses we have heard here, including your good self, have indicated they are quite sanguine about the situation. There is nothing that appears to be alarming or of concern to them.

That seems to be contrary to the attitude of many other people in other countries. It is perhaps inconsistent with the report issued on January 12 by the Canadian Securities Administrators; they considered that the framework was generally sufficient for hedge funds but mentioned six areas of concern. It does not seem to me, and I suppose to my colleagues, that anything particular is being done about those six areas of concern and perhaps no great amount of thought is being given to them. That may be in part because many of those areas of concern fall outside of your mandate and do not appear to fall within anybody else's mandate, ignoring for the moment the serious generic problem we have in Canada with having a plethora of securities regulators instead of a single national one.

Mark Twain talks about the weather and nobody does anything about it. This is the same thing: Everybody is talking about hedge funds, but nobody is doing anything to establish some level of comfort about the areas acknowledged as being areas of concern — hedge fund evaluations and improper referral arrangements, for example. I am taking these points from the report. Nobody is sounding an alarm or saying let us look at this more closely. Therefore, nobody is looking at it more closely. Could you comment on that?

Ms. Dickson: Yes. Regarding hedge fund evaluations, I mentioned earlier that the Basel Accord and our new capital rules would require more capital for open equity investments that banks may have in hedge funds. That is precisely aimed at the fact that hedge funds are difficult to value. If you have an investment in a hedge fund, you cannot mark-to-market it everyday or assume you can sell it within 10 days, which you would assume if you had blue chip stock, for example. The capital rule change reflects that.

The referral issue is not my issue. However, I do know that the securities commission and the Department of Finance are looking at the issue of principal protected notes.

Market integrity issues, which I mentioned earlier, I think are the purview of the securities commission. They recently decided that they would start to oversee the administrator.

Lorsqu'il s'agit d'activités importantes, nous devons nous en mêler. Les banques et les compagnies d'assurances en sont pleinement conscientes. Elles jouent un rôle au sein du conseil d'administration et de la haute direction, ce qui signifie que nous avons également un rôle à jouer.

Le sénateur Goldstein : Je m'étonne d'entendre tous les témoins, y compris vous-même, nous faire part de leur optimisme relativement à cette situation. Rien ne paraît vous alarmer ni vous préoccuper.

Cette attitude semble contraire à celle de bien des intervenants d'autres pays. Elle ne correspond peut-être pas non plus au contenu du rapport rendu public le 12 janvier par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières; celles-ci considéraient que le cadre en place était généralement adéquat pour les fonds de couverture, mais n'en ont pas moins relevé six aspects préoccupants. Il ne me semble pas, et je suppose que mes collègues seront du même avis, que l'on prenne des mesures particulières à l'égard de ces six éléments, ni même que l'on s'attarde vraiment à y réfléchir. Cela est peut-être en partie dû au fait que bon nombre de ces questions ne sont pas de votre ressort et ne semblent pas relever du mandat de personne d'autre, sans tenir compte pour le moment du grave problème généralisé que nous avons au Canada en raison de la présence d'une pléthore d'organismes de réglementation du commerce des valeurs mobilières, plutôt que d'un organisme national unique.

Mark Twain a dit que tout le monde parle du temps qu'il fait, mais que personne ne fait jamais rien à ce sujet. C'est la même chose ici : tout le monde parle des fonds de couverture, mais personne ne fait rien pour rassurer les intéressés quant aux questions jugées préoccupantes — les évaluations des fonds de couverture et les ententes inappropriées pour l'indication de clients, par exemple. Ce sont des éléments que je tire du rapport. Personne ne sonne l'alarme ou ne dit qu'il faut examiner ces aspects de plus près. Par conséquent, personne ne s'y intéresse vraiment. Pourriez-vous nous dire ce que vous en pensez?

Mme Dickson : Oui. Concernant les évaluations des fonds de couverture, j'ai mentionné précédemment que l'Accord de Bâle et nos nouvelles règles exigeraient un capital accru pour les investissements directs des banques dans les fonds de couverture. Ces mesures visent précisément à contrer les difficultés associées à l'évaluation des fonds de couverture. Si vous avez investi dans un fonds de couverture, vous ne pouvez pas le mettre en marché au prix encours n'importe quand ou présumer que vous pouvez le vendre dans un délai de 10 jours, ce que vous pourriez faire avec des actions de premier ordre, par exemple. Le changement apporté aux règles sur le capital tient compte de cette différence.

La question de l'indication de clients n'est pas de mon ressort. Je sais toutefois que la Commission des valeurs mobilières et le ministère des Finances examinent le dossier des billets à capital protégé.

Selon moi, les questions liées à l'intégrité du marché, dont j'ai parlé précédemment, relèvent de la Commission des valeurs mobilières. On vient d'ailleurs de décider qu'on allait commencer à surveiller le travail des gestionnaires.

I am not sure of the six issues that you mentioned, but some of those issues are definitely being addressed. Hedge funds are an interesting topic: on the one hand, there is a lot of evidence to indicate they have been quite helpful in distributing risk and assisting in price discovery; on the other hand, there are things that people worry about. Balancing the two and trying to determine how concerned you ought to be is a tough assignment.

Senator Goldstein: That is what we are trying to get to. It is not easy. Thank you.

The Chairman: Senator Eyton is here. He may want to ask a question or two.

Perhaps I might raise a couple of issues with you. I think you see that all senators are concerned about this, primarily because the evaluations are so swift in terms of ups and downs. For example, the article that Senator Angus referred to, which we will circulate to the members, was written January 30, 2007. It was a full page in *The Wall Street Journal*. It is a very informative insight about what happened in just a short period of time.

Let me give you two benchmark figures. Amaranth received a paper profit in 2005 of $1.26 billion. The energy trader received an estimated $75-million bonus after he or his group produced that profit. Less than a year later, the losses in that firm were $3.2 billion.

These are massive numbers that move very quickly, and it goes to the question of security evaluation. Because the nature of a hedge fund, as we understand it, is so given to hedging bets, and the bets shift so dramatically, the valuations never sit still. Given the market forces, particularly in the gas futures business, they have gone up and down. In the oil business, we have seen huge, swift changes in these prices, and they are hedged by pieces of paper.

Having said all that, and subject to what my colleague, Senator Goldstein said, one of the concerns that the deputy chairman and I have are the banks themselves. As best we see it, the situation is pieces of a puzzle put together. The banks are in the hedge fund business. First, they are buyers. Second, they are sellers. Third, they are brokers. Fourth, they are lenders. There does not appear to be, as there was in the United States, divisions or walls between those activities. We are not aspiring conflicts, but it opens the doors to raising questions of conflict when a bank must sit there every day and make up its mind as to where it will make a profit and where it will deal with its loss. It puts banks in a somewhat of an invidious position that sometimes might impair not only their own investment but also that of others. They will obviously put their own investment and their own cash

Je ne sais pas si c'est le cas pour tous les aspects que vous avez mentionnés, mais il ne fait aucun doute que des mesures sont prises à certains égards. Les fonds de couverture sont plutôt intéressants : d'une part, il est bien établi qu'ils contribuent grandement au partage des risques et à la détermination des prix; d'autre part, ils comportent des éléments qui sont sources d'inquiétudes pour certains. Il est bien difficile de peser le pour et le contre à ce chapitre et de déterminer dans quelle mesure il y a lieu de s'inquiéter.

Le sénateur Goldstein : C'est exactement ce que nous nous efforçons de faire. Ce n'est pas chose facile. Merci.

Le président : Le sénateur Eyton est maintenant des nôtres. Peut-être a-t-il une question ou deux à poser.

Je vais d'abord me permettre de soulever quelques points. Je crois que vous pouvez constater que cette question préoccupe tous les sénateurs, surtout en raison des importantes variations dans les évaluations. Par exemple, l'article cité par le sénateur Angus dont tous les membres ont pu prendre connaissance a été rédigé le 30 janvier 2007. Il fait une page entière dans le *Wall Street Journal*. On y trouve des renseignements très révélateurs sur les événements qui se sont produits au fil d'une très courte période de temps.

Permettez-moi de vous fournir deux données repères. Amaranth a obtenu un bénéfice non réalisé de 1,26 milliard de dollars en 2005. Le spéculateur sur le marché de l'énergie a reçu un boni estimé à 75 millions de dollars lorsque son groupe a déclaré ce profit. Moins d'un an plus tard, cette entreprise accusait des pertes de 3,2 milliards de dollars.

Il s'agit de variations énormes dans un laps de temps très court, ce qui nous amène à nous interroger sur l'évaluation des valeurs mobilières. Étant donné que, de par leur nature même, les fonds de couverture, tels que nous les concevons, visent principalement à couvrir les sommes engagées de façon spéculative, et compte tenu des fluctuations marquées à ce chapitre, les évaluations ne sont jamais stables. Sous l'influence des forces du marché, surtout dans le secteur des contrats à terme pour le pétrole, les prix ont connu des hauts et des bas. Dans le secteur pétrolier, nous avons vu ces prix varier considérablement dans des laps de temps très courts, avec comme seule couverture des titres sur papier.

À la lumière de toutes ces considérations, et des commentaires formulés par mon collègue, le sénateur Goldstein, il ressort que les banques elles-mêmes sont l'une des sources de préoccupation que le vice-président et moi-même partageons. D'après ce que nous pouvons constater, toute la situation semble s'apparenter à un véritable puzzle. Les banques sont actives dans le secteur des fonds de couverture. Premièrement, ce sont des acheteurs. Deuxièmement, ce sont des vendeurs. Troisièmement, ce sont des courtiers. Quatrièmement, ce sont des prêteurs. Il ne semble pas y avoir, comme c'était le cas aux États-Unis, de divisions ou de cloisons entre ces différentes activités. Nous ne parlons pas nécessairement de conflits potentiels, mais il est possible de s'interroger à ce sujet lorsque les dirigeants d'une banque doivent s'arrêter chaque jour pour décider où ils vont réaliser un profit et où ils devront composer avec une perte. Cette situation peut

flow ahead of others, including their customers or the funds they manage. The banks are now managing huge dollops of private investment.

You raised the question of control. On the one hand, I think it is important, as you say, for the banks to have control because that allows you much more easily to regulate, in effect. On the other hand, however, the fact of control also opens up the door to these questionable question marks.

Have you or your group given any thought to that? Does it concern you? As the regulator, in effect, of first choice or second choice of the banks, obviously there is not just the question of risk; there is also the question of how risks can shift quickly and the question of conflicts, which both Senator Angus and I have raised.

It is quite complicated. I believe you understand that we are trying to grapple with these questions and come up with recommendations that do not impede capital markets but, at the same time, protect the consumer and protect the bank investor from gigantic ups and downs.

We have all experienced it ourselves. Four or five years ago everyone thought the tech market would go up and all of a sudden there was a huge crash. We have seen when the market is doing great but we have also experienced crashes recently. Can you give us the benefit of your skills and expertise and suggest how we should navigate our path here to come up with recommendations appropriate in the public interest?

Ms. Dickson: Regarding the issue of conflicts, our information is that banks are not really important investors in hedge funds. They actually just lend or they will be a counter party to a hedge fund or to any other party out there in foreign exchange transactions or taking bets on interest rates or whatever. There are many counter parties out there, as well as hedge funds.

On the investing side, however, in the case of Amaranth, the banks were not investors in Amaranth. They had lending exposures but they were not investors. We have not focused on that conflict of interest issue.

Clearly, part of the reason people are interested in hedge funds is because of the valuation issues and the fact they can change strategies pretty quickly. There are also other things happening that are helpful. There are rating agencies now starting to rate hedge funds. Standard & Poor's and Moody's came out last fall.

placer les banques dans une position plutôt ingrate qui risque de nuire non seulement à leurs propres investissements, mais également à ceux des autres. Il est évident que les banques feront alors passer en premier leurs investissements et leurs besoins en trésorerie, au détriment de ceux de leurs clients ou des fonds qu'elles gèrent. Des sommes très importantes sont actuellement confiées aux banques par des investisseurs privés.

Vous avez soulevé la question du contrôle. D'une part, j'estime important, comme vous l'avez dit, que les banques exercent le contrôle parce que cela vous permet dans les faits de réglementer plus facilement. D'autre part, l'exercice de ce contrôle nous amène toutefois à nous poser toutes ces questions.

Est-ce que vous-même ou votre groupe vous êtes penchés sur ces questions? Est-ce que cela vous préoccupe? En tant qu'organisme de réglementation de premier choix ou de deuxième choix pour les banques, votre rôle ne se limite pas de toute évidence à la question du risque; vous devez aussi voir comment les risques peuvent évoluer rapidement et considérer les conflits potentiels, un élément que le sénateur Angus et moi-même avons soulevé.

Tout cela est plutôt compliqué. Vous avez sans doute compris que nous nous efforçons de voir clair dans toutes ces questions afin de pouvoir formuler des recommandations qui ne constitueront pas des entraves pour les marchés financiers, tout en mettant les clients et les investisseurs bancaires à l'abri des fluctuations trop marquées.

Nous avons tous été à même de le constater. Il y a quatre ou cinq ans, tout le monde croyait que le secteur technologique allait poursuivre son expansion, mais voilà qu'il a été frappé par un énorme crash. Nous avons connu des périodes où le marché était florissant, mais nous avons également vécu ces effondrements récents. Pourriez-vous donc nous faire profiter de vos compétences et de votre expertise pour nous guider dans la formulation de recommandations qui serviront l'intérêt public?

Mme Dickson : Pour ce qui est des risques de conflits, nos informations indiquent que les banques ne sont pas vraiment des investisseurs importants en matière de fonds de couverture. Elles se contentent généralement de prêter des fonds ou d'agir à titre de contrepartie pour un fonds de couverture ou tout autre intervenant dans des opérations de change ou pour la spéculation sur les taux d'intérêt, notamment. Il existe différentes formes de contrepartie, en plus des fonds de couverture.

Par ailleurs, dans le cas d'Amaranth, les banques n'avaient pas fait d'investissements. Elles prêtaient du capital de risque, mais ne faisaient pas directement des investissements. Nous n'avons pas porté notre attention sur cette question des possibles conflits d'intérêts.

Il semble bien que les gens s'intéressent aux fonds de couverture notamment en raison des questions liées à l'établissement de leur valeur et du fait qu'il est possible de changer très rapidement de stratégie. Il se produit aussi d'autres événements propices à améliorer la situation. Certaines agences de cotation ont commencé à s'intéresser aux fonds de couverture. Standard & Poor's et Moody's s'y sont mis l'automne dernier.

The Chairman: Is that the group in Chicago?

Ms. Dickson: They have offices in both Canada and the U.S. To have rating agencies starting to rate hedge funds is a major development. Because hedge funds can change their strategies quickly, they would be looking at internal controls. Do you have to talk to someone before deciding to bet on the weather? What kinds of processes do you have in place? That is worth reading. Internationally we have found some solace in that.

The Chairman: I was just talking to the deputy chairman and the clerk. I think it would be important for our committee to get the names of those rating agencies and ask them to give us evidence because it goes to the heart of what we are talking about, the analysis of risk.

Ms. Dickson: Their websites also explain how they go about rating the funds.

The Chairman: I want to thank you, Ms. Dickson. You understand this is a complex subject. We are trying to grapple with it, sort it out and put the pieces together. We are not here to impede the capital markets. We think there is value added to hedge funds in the sense of the capital markets and so on, but there are some issues. We are traditionalists here and we need to modernize ourselves to ensure we assess properly the risks to the economy, to the banks and also to individual investors, whether sophisticated or otherwise.

If you have any other information you would like to send us, please send it to the clerk. We want to wish you well in your interim position. Who knows, greater things may be in store for you as a result of this astounding evidence you presented here today.

The committee continued in camera.

OTTAWA, Thursday, February 1, 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 (the study on hedge funds).

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

[*English*]

The Chairman: I welcome honourable senators, Mr. Fotheringham and our Internet audience.

The Standing Senate Committee on Banking Trade and Commerce has been part of the history of the Senate since Confederation, being one of the first committees established by Parliament in 1867. From the beginning, the committee has had an overview of the economy. Although its original terms of reference were banking, commerce and railways, our mandate is currently banking trade and commerce. This is the only

Le président : S'agit-il du groupe de Chicago?

Mme Dickson : Ils ont des bureaux au Canada et aux États-Unis. Si ces agences commencent à coter les fonds de couverture, cela change beaucoup de choses. Comme les stratégies relatives à ces fonds peuvent être modifiées très rapidement, les agences vont se pencher sur les contrôles internes. Devez-vous parler à quelqu'un avant de décider de miser sur le climat? Quel genre de processus avez-vous mis en place? Ces évaluations ne manquent pas d'intérêt. Sur le plan international, cela nous soulage quelque peu.

Le président : Je viens de parler au vice-président et à la greffière. Je pense qu'il serait important que notre comité obtienne les noms de ces agences de cotation. Nous pourrions ainsi solliciter leur concours, car leur travail touche le cœur même de nos discussions, à savoir l'analyse du risque.

Mme Dickson : Leurs sites web expliquent également la manière dont ces agences s'y prennent pour coter les fonds.

Le président : Je tiens à vous remercier, madame Dickson. Vous comprenez très bien qu'il s'agit pour nous d'un sujet complexe. Nous essayons d'y voir clair, de faire un tri et d'emboîter les différents éléments. Nous ne sommes pas là pour faire entrave aux marchés financiers. Nous croyons que les fonds de couverture peuvent procurer une valeur ajoutée à ces marchés, mais il y a certaines questions à régler. Nous formons un groupe plutôt traditionaliste qui doit moderniser ses points de vue de manière à pouvoir bien évaluer les risques pour l'économie, pour les banques ainsi que pour les investisseurs, qu'ils soient avertis ou non.

Si vous avez d'autres renseignements que vous voudriez nous faire parvenir, n'hésitez pas à communiquer avec notre greffière. Nous tenons à vous souhaiter la meilleure des chances dans vos fonctions intérimaires. Sait-on jamais, l'excellent témoignage que vous avez présenté devant nous sera peut-être précurseur de choses encore plus intéressantes pour votre avenir.

Le comité poursuit ses travaux à huis clos.

OTTAWA, le jeudi 1er février 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 (l'étude sur les fonds de couverture).

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

[*Traduction*]

Le président : Bienvenue à vous, honorables sénateurs, monsieur Fotheringham et à notre auditoire sur Internet.

Le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce fait partie de l'histoire du Sénat depuis la Confédération puisqu'il est l'un des premiers comités à avoir été créé par le Parlement en 1867. Dès ses débuts, le comité a été chargé d'examiner l'économie. Bien qu'à l'origine il s'agissait du Comité des banques, du commerce et des chemins de fer, notre mandat actuel est d'étudier les banques et le commerce. C'est le seul

committee that has an overview of the economy as a whole, although its focus is on the financial sector as the nervous system of the economy.

In recent times, the committee has issued reports on consumer protection in the financial sector. One of the preoccupying questions is productivity in the economy because we believe that lags behind. Therefore, we are looking at all the elements in the economy to determine how we can be more productive and improve prosperity for all Canadians.

In fulfilling our general mandate, we travelled to New York last October to discuss such things as the hedge funds sector, which is valued at $1.1 trillion in assets globally. It is one of the fastest growing financial aspects of the international financial community and, given the size and scope of our trading relationships with the United States and the integrated parts of our economy that work closely together, we believe that priority must be given to financial stability. It is imperative that we, as policy-makers, understand what is happening not only in Canada but also in the United States, in particular in this new growth area.

During our discussions with U.S. regulators and representatives of the financial sector and sister organizations in New York, hedge funds emerged for them as a key issue. Committee members decided that this requires further study, given the high profile of hedge fund failures and the increasing number of investors, both sophisticated and retail, using this financial tool.

The value of Canadian hedge funds was estimated in June 2004 at $26.6 billion, and we understand that that has increased substantially. Thus, hedge funds represent a substantial segment of our financial activity.

The committee heard about hedge funds during its recent study of consumer issues in the financial sector and recommended the appointment of a person to review appropriate regulatory oversight of hedge funds. Nevertheless, a key question remains the extent to which these new kinds of financial products should be regulated, if at all, or supervised to protect consumers and the stability of the domestic and global financial marketplaces. This committee continues to have an open mind on the issue of regulation, the nature of regulation and the nature of supervision of hedge funds.

Mr. Fotheringham, we welcome your testimony to help clarify these issues. Please proceed with your presentation, after which we will go to questions from honourable senators.

Robert Fotheringham, Vice-President of Trading, TSX Group (Toronto Stock Exchange): Good morning, honourable senators. It is a pleasure and an honour for me to be here today to talk about hedge funds as part of the committee's study on their nature and scope within the Canadian economy. My perspective is as a market operator with more than 25 years of experience in trading. As such, I thought it best to structure my brief opening

comité qui est chargé d'examiner l'économie dans son ensemble, bien que nous nous intéressions principalement au secteur financier, le système nerveux de notre économie.

Récemment, le comité a déposé des rapports sur la protection des consommateurs de services financiers. L'une des questions qui nous préoccupent plus particulièrement est la productivité de l'économie, car nous croyons que le pays accuse du retard à ce chapitre. C'est pourquoi nous examinons tous les éléments de l'économie afin de déterminer de quelle manière nous pourrions être plus productifs et assurer une plus grande prospérité de tous les Canadiens.

Dans l'exercice de notre mandat général, nous nous sommes rendus à New York en octobre dernier pour discuter de questions telles que les fonds de couverture, dont la valeur est estimée à 1,1 billion de dollars d'actifs à l'échelle mondiale. C'est l'un des segments du secteur financier international qui connaît la plus forte croissance et étant donné l'ampleur et la nature de nos liens commerciaux avec les États-Unis et le caractère intégré de nos deux économies, nous croyons que la priorité doit être donnée à la stabilité financière. Il est impératif que les décideurs comprennent ce qui se passe, non seulement au Canada, mais également aux États-Unis, dans ce nouveau secteur de croissance.

Les fonds de couverture se sont démarqués comme un enjeu important lors des entretiens que nous avons eus avec les autorités de réglementation américaines et des représentants du secteur des services financiers et d'organisations sœurs à New York. Les membres du comité ont décidé d'approfondir cette question, surtout après les faillites retentissantes de firmes de placement spéculatif et le nombre croissant d'investisseurs, petits épargnants et investisseurs avertis, qui utilisent cet outil financier.

En juin 2004, on estimait que les fonds de couverture canadiens représentaient 26,6 milliards de dollars; et nous croyons savoir que leur valeur a considérablement augmenté depuis.

Lors de notre récente étude sur les questions concernant les consommateurs dans le secteur financier, il a été question des fonds de couverture et nous avions recommandé que quelqu'un soit chargé d'assurer la fonction de surveillance réglementaire de ces fonds. Néanmoins, il reste à répondre à la question essentielle de savoir dans quelle mesure ces nouveaux produits financiers doivent être réglementés, ou pas, ou surveillés afin de protéger les consommateurs et la stabilité des marchés financiers canadiens et mondiaux. Le comité n'a pas d'idée préconçue sur la question de la réglementation, de la nature de la réglementation et de la surveillance des fonds de couverture.

Monsieur Fotheringham, nous espérons que votre témoignage nous aidera à éclaircir ces aspects. Veuillez faire votre exposé après lequel les honorables sénateurs vous poseront des questions.

Robert Fotheringham, vice-président des transactions, Groupe TSX (Bourse de Toronto) : Bonjour, honorables sénateurs. C'est une joie et un honneur pour moi de comparaître aujourd'hui pour vous parler des fonds de couverture dans le cadre de votre étude sur leur nature et leur importance au sein de l'économie canadienne. Mon point de vue est celui d'un opérateur de marché qui a plus de 25 années d'expérience dans la négociation.

comments in the following manner: first, a quick overview of the markets we operate, providing a foundation for my perspective as the representative of a market operator; second, some statistics and numbers on hedge funds as they trade on our markets, primarily the TSX, our senior market; and, third, a few thoughts on the trends we are seeing in trading that pertain to your study of hedge funds. I look forward to the ensuing discussion.

First, a few words on TSX Group, our parent company. TSX Group operates Canada's two national stock exchanges: the Toronto Stock Exchange, which serves the senior equity market; and the TSX Venture Exchange, which serves the public venture equity market. We operate the Natural Gas Exchange, NGX, which is a leading North American exchange for the trading and clearing of natural gas and electricity contracts, and we operate Shorcan Brokers Limited, Canada's first fixed income inter-dealer broker. In this, our main job is to run transparent and efficient marketplaces for issuers, investors and regulators.

TSX are the initials attached to the core equity operations of TSX Group — Toronto Stock Exchange, TSX Venture Exchange, TSX Markets, TSX Datalinx and TSX Technologies. TSX Group is headquartered in Toronto and maintains offices in Montreal, Winnipeg, Calgary and Vancouver. Canadians hear about TSX every day in terms of the main market index going up or down. They reference TSX to that measure, but few people know about the tremendous overall strengths of our marketplaces both at home and abroad. These are numbers of which Canadians can all be proud, for these statistics derive in large part from the strong equity culture that is found across this country.

For example, we have over 50 per cent of the world's mining companies on one of our two exchanges. More than 50 per cent of all mining financing happens at TSX, making TSX Group the largest mining exchange in the world by far. We have the greatest number of oil and gas companies in the world, contributing to Canada's role as an energy superpower. According to the World Federation of Exchanges' statistics, TSX is consistently ranked in the top five exchanges, along with the New York Stock Exchange and the London Stock Exchange, in terms of total yearly equity capital raised. Our trading system is very fast.

I would stress this last point because our trading speed is particularly important with regards to the committee's study on hedge funds. The reason for that is straightforward. Many hedge fund strategies need high volumes, or liquidity, so that they can trade without unduly moving the markets. Liquidity needs speed, and we facilitate that speed.

À ce titre, j'ai cru bon de structurer mon bref exposé préliminaire comme suit : premièrement, un rapide aperçu des marchés que nous exploitons, afin de justifier mon point de vue de représentant d'un opérateur de marché; deuxièmement, quelques chiffres et statistiques sur les fonds de couverture transigés sur nos places boursières, surtout à la Bourse de Toronto réservée aux sociétés à grande capitalisation; et, troisièmement, quelques réflexions sur les tendances que nous constatons et qui pourraient vous intéresser dans le cadre de votre étude sur les fonds de couverture. J'ai hâte d'engager ensuite la discussion avec vous.

Premièrement, quelques mots au sujet du Groupe TSX, notre société mère. Le Groupe TSX exploite les deux grandes bourses nationales du Canada : la Bourse de Toronto, réservée aux sociétés à grande capitalisation; et la Bourse de croissance TSX, qui dessert le marché du capital de risque public. Nous exploitons également la Natural Gas Exchange, NGX, une bourse d'énergie de premier plan en Amérique du Nord qui offre des services de négociation et de compensation des contrats de gaz naturel et d'électricité. Nous exploitons également Shorcan Brokers Limited, le premier courtier interprofessionnel au Canada. À cet égard, notre principale fonction est de diriger des places boursières transparentes et efficaces pour les émetteurs, les investisseurs et les organismes de réglementation.

TSX est le sigle qui se trouve attaché au titre de nos principales opérations de valeurs mobilières : Bourse de Toronto, Bourse de croissance TSX, marchés boursiers TSX, TSX Datalinx et TSX Technologies. Le Groupe TSX a son siège social à Toronto et des bureaux à Montréal, Winnipeg, Calgary et Vancouver. Les Canadiens entendent parler de TSX tous les jours dans les rapports sur l'augmentation ou la baisse du principal indice boursier. Ils associent TSX à cette mesure, mais bien peu de gens sont au courant de la présence incroyable de nos marchés au pays et à l'étranger. Ce sont des chiffres dont tous les Canadiens peuvent se sentir fiers, car ils découlent en grande partie de la forte culture financière dans l'ensemble du pays.

Par exemple, plus de 50 p. 100 des sociétés minières du monde sont inscrites à l'une de nos deux bourses. Plus de 50 p. 100 de tout le financement minier se transige à la Bourse de Toronto, de sorte que le Groupe TSX est de loin la plus grande bourse minière au monde. Nous avons le plus grand nombre de sociétés pétrolières et gazières au monde ce qui contribue au rôle du Canada en tant que superpuissance dans le secteur de l'énergie. Selon les statistiques de la World Federation of Exchanges, TSX se classe constamment parmi les cinq principales bourses, avec la Bourse de New York et celle de Londres, sur le plan du capital total mobilisé chaque année. Notre système de négociation est très rapide.

J'aimerais souligner ce dernier élément car la rapidité de notre négociation est particulièrement pertinente pour votre étude sur les fonds de couverture. La raison en est très simple. De nombreuses stratégies de fonds de couverture exigent des volumes élevés, ou des liquidités, afin de ne pas trop perturber les marchés. La liquidité exige la rapidité, ce que nous pouvons faciliter.

A key influence on our work in this area is the increased use of algorithmic trading, which uses computer programs to split large orders into small packets that will not move the market. Compared to 10 years or even three years ago, we have more shares being traded on our exchanges. We have fewer shares involved in each trade. We have more order messages per trade. We have trades that are happening faster and faster. All of these things are chewing up our existing capacity.

Then there is the matter of speed itself. Any advantage we have over our competitors now has to be measured in milliseconds. A millisecond might not matter to you or me, but it matters to a computer. A computer program faced with a millisecond difference between two trades will take the one that is a millisecond faster.

How fast do you have to be? You can get a rough idea by blinking your eye. The blink of an eye takes an average of about 300 milliseconds, less than one third of a second. Our average trade has been taking about one tenth of that time, one thirtieth of a second. That is pretty fast — fast enough to keep us competitive with most North American exchanges. More important, however, it has been fast enough to keep us competitive in the specialized niches where algorithmic traders hold sway.

I will be happy to talk more about this in our discussion, as trading speed — indeed the whole trading system — is integral to how our market works and key to understanding the nature and scope of hedge funds on TSX.

I will talk briefly about hedge funds on TSX. It is difficult to estimate the trading volume directly linked to hedge fund managers as they employ many different strategies that cross asset classes. Equity, fixed income, commodities and currencies are all traded under the mandate of hedge funds. They use both cash and synthetic securities and operate in both domestic and international markets.

I know this committee has been trying to quantify the size of hedge funds across Canada. Numbers vary significantly, as you know. Based on our understanding, there are more than 200 hedge funds being managed in Canada today. Depending on whom you talk to, the total of these funds can range from U.S. $25 billion to U.S. $40 billion in assets under management.

We took these most recent figures from two studies, one done by the *InvestmentNews* group and the second done by a group sponsored by NBCN Prime Brokerage Services. They were able to give us these most recent statistics.

The Chairman: Is it possible for you to table those background materials? We are trying to get not only your conclusions but also on what you base your assumptions. We have been struggling

Un facteur clé dans ce domaine est l'utilisation accrue de la négociation algorithmique, qui a recours à des logiciels pour diviser de grosses commandes en petites unités qui n'influeront pas sur le marché. Par rapport à ce qui se faisait il y a 10 ans ou même seulement trois ans, il y a plus d'actions transigées sur nos bourses aujourd'hui. Cependant, chaque négociation porte sur un plus petit nombre d'actions. Dans chaque négociation, nous avons plus de messages de commande. Les négociations sont de plus en plus rapides. Toutes ces activités accaparent notre capacité actuelle.

Puis il y a la question de la rapidité. Notre avantage par rapport à nos concurrents se mesure maintenant en millisecondes. Une milliseconde n'a peut-être pas d'importance pour vous ou pour moi, mais ça compte pour un ordinateur. Un logiciel qui a à choisir entre deux négociations choisira celle qui est plus rapide d'une milliseconde.

Qu'est-ce que cela représente? Eh bien sachez qu'il vous faut en moyenne 300 millisecondes pour cligner les yeux une fois, soit moins d'un tiers de seconde. Notre négociation moyenne est à peu près dix fois plus rapide, soit un trentième de seconde. C'est très rapide; assez rapide pour que nous restions concurrentiels sur la plupart des bourses nord-américaines. Cependant, ce qui est encore plus important, c'est assez rapide pour nous permettre de rester concurrentiels dans des créneaux spécialisés où s'impose la négociation algorithmique.

Je serai heureux de vous en dire davantage sur cette question lors de notre discussion puisque la vitesse de négociation — et en fait l'ensemble du système de négociation — est fondamentale au fonctionnement de notre bourse et essentielle pour comprendre l'ampleur et la nature des fonds de couverture à la Bourse de Toronto.

Je vais maintenant vous parler un peu des fonds de couverture à la Bourse de Toronto. Il est difficile d'estimer le volume de négociations directement liées aux gestionnaires de fonds de couverture puisque ceux-ci utilisent de nombreuses stratégies et plusieurs catégories d'actifs. Les gestionnaires de fonds de couverture négocient des actions, des instruments à taux fixe, des marchandises et des devises. Ils transigent des titres garantis par des fonds et des titres synthétiques sur les places boursières canadiennes et internationales.

Je sais que le comité a tenté de quantifier la taille des fonds spéculatifs au Canada. Les chiffres varient considérablement, comme vous le savez. Nous croyons comprendre qu'il y a plus de 200 fonds spéculatifs qui sont gérés au Canada aujourd'hui. Il y aurait entre 25 milliards et 40 milliards de dollars américains d'actifs gérés dans ces fonds.

Nous avons tiré ces chiffres les plus récents de deux études, l'une qui a été effectuée par le groupe *InvestmentNews* et l'autre par un groupe parrainé par NBCN Prime Brokerage Services. Ils ont pu nous donner ces statistiques les plus récentes.

Le président : Vous serait-il possible de déposer ces documents d'information? Nous tentons non seulement de tirer nos conclusions mais de comprendre sur quoi vous fondez vos

with the size of this sector, but you have confirmed that it is growing like Topsy. We want to make sure we understand the underpinnings of the growth.

Senator Angus: Was the range you just mentioned $25 million?

Mr. Fotheringham: It was U.S. $25 billion.

Senator Angus: Is that at the low end?

Mr. Fotheringham: At the low end, we are seeing U.S. $25 billion; at the high end, it is U.S. $40 billion. Some of the explanation for the difference is that there is often double counting. As you know, there are some transparency challenges in this marketplace and it is often difficult to find out what the number is exactly.

When funds of funds are included in the calculation, you can have double counting and that can confuse things. Often numbers will be quoted net of principal protected notes; again, that confuses things somewhat.

Senator Angus: Those numbers do not reflect the size of any individual fund. That is the total amount of money in Canada, comparable to the $1.1 trillion number we have been using as the global number; is that correct?

Mr. Fotheringham: That is our understanding. It is subject to how you calculate those numbers and to individual practices.

Senator Angus: Is it only publicly traded hedge funds or does it include private ones?

Mr. Fotheringham: It includes private; it is the estimate of the industry that is under management.

While it seems a significant amount — and it certainly is — I would like to put that in the context of trading on TSX. The total dollar value of trading on TSX in 2006 was $1.416 trillion. The average daily trading value on that same exchange was $5.642 billion. Again, there are significant amounts on both sides; but to put it in context, we are seeing significant assets being managed around hedge funds.

We know that international investors have a keen interest in Canada, and they have been using both traditional and hedge fund managers to access our market.

The strategies that hedge funds employ are numerous. They include long/short or market-neutral relative-value strategies, event-driven strategies, and opportunistic strategies. Each group can be divided into subcategories.

hypothèses. Nous avons du mal à évaluer la taille de ce secteur, mais vous avez confirmé qu'il est en pleine croissance. Nous voulons nous assurer de bien comprendre ce qui sous-tend cette croissance.

Le sénateur Angus : Venez-vous juste de mentionner 25 millions de dollars comme ordre de grandeur?

M. Fortheringham : Vingt-cinq milliards de dollars américains.

Le sénateur Angus : Ce serait le minimum?

M. Fortheringham : Le minimum est de 25 milliards de dollars US; le maximum 40 milliards de dollars américains. Ce qui explique la différence entre autres c'est qu'il y a souvent double comptage. Comme vous le savez, il y a des difficultés au niveau de la transparence sur ce marché et il est souvent difficile de déterminer exactement quel est le montant.

Lorsque des fonds de fonds sont inclus dans le calcul, on peut se retrouver avec un double comptage et cela sème la confusion. Souvent, on donne les montants nets des obligations protégées du principal et encore une fois cela sème un peu la confusion.

Le sénateur Angus : Ces montants ne reflètent pas la taille d'un fonds individuel. C'est le montant total d'argent au Canada, par rapport au montant de 1,1 billion de dollars que nous utilisons pour ce qui est du montant total dans le monde entier, n'est-ce pas?

M. Fortheringham : C'est ce que nous croyons comprendre. Ça dépend de la façon dont on calcule ces montants et des pratiques individuelles.

Le sénateur Angus : Est-ce qu'il s'agit uniquement des fonds spéculatifs cotés en bourse ou est-ce que cela comprend les fonds privés?

M. Fortheringham : Cela comprend les fonds privés; c'est une estimation du secteur qui est sous gestion.

Bien que cela puisse sembler un montant important — et cela l'est certainement —, j'aimerais vous donner le contexte des opérations boursières à la Bourse de Toronto. La valeur totale en dollars des opérations boursières à la Bourse de Toronto en 2006 était de 1,416 billion de dollars. La valeur moyenne quotidienne des opérations boursières sur ce même marché boursier était de 5,642 milliards de dollars. Encore une fois, ce sont des montants considérables des deux côtés; mais pour mettre les choses dans leur contexte, il y a des actifs considérables qui sont gérés dans ces fonds spéculatifs.

Nous savons que les investisseurs internationaux s'intéressent de très près au Canada et qu'ils utilisent des administrateurs de fonds traditionnels et des administrateurs de fonds spéculatifs pour accéder à nos marchés.

Les stratégies employées par les fonds spéculatifs sont nombreuses. Il y a notamment les stratégies à court terme et à long terme ou les stratégies de valeurs relatives qui n'ont aucune incidence sur le marché, des stratégies motivées par des événements et des stratégies opportunistes. Chaque groupe peut être divisé en sous-catégories.

We are also seeing evidence of their trading techniques as there has been a steady rise in the number of algorithmic traders accessing our market. We estimate that algorithmic trading now accounts for between 15 per cent and 20 per cent of our market volume. In fact, it may grow to account for an increase in the percentage of our trading volume over the next few years.

It is important to note, however, that algorithmic techniques are used in all classes by all types of managers, not just hedge funds. Huge funds provide benefits to both their individual investors and the broader financial market. To the investor, when added to traditional assets, hedge funds provide diversification in both assets and management style and the opportunity to access uncorrelated returns that assist in the portfolio management. They can potentially lower the volatility of the portfolio while achieving a stable return stream.

In the broader market, hedge funds play a number of important roles. They provide added depth and liquidity through their active participation, and they serve as important risk transfer conduits. In this role, they often act to absorb the market shocks that could result from an absence of participants. This reduces the volatility of the overall market. Increasingly, hedge fund managers are taking an active role in corporate governance and improving the position of all market participants.

That gets to my last point — trading trends in hedge funds. Clearly, hedge funds are growing as a factor in our equity markets by the number of funds and their collective size. They are a considerable factor in derivatives, itself a fast-growing segment of the overall market.

I know this committee will be familiar with the recent report commissioned by New York Mayor Michael Bloomberg on the state of the financial markets in that city versus other locations, primarily London. This storyline has played out in the *Financial Times* for the past few weeks, with many pointing to what they believe is an inevitable decline of New York in the face of an ever-resurgent London.

There are many reasons for that apparent decline. Derivatives is one. As the report said:

> While Chicago leads in exchange-traded derivatives, Europe — and London in particular — is already ahead of the U.S. and New York in OTC derivatives, which drive broader trading flows and help foster the kind of continuous innovation that contributes heavily to financial services leadership.

Nous constatons également qu'ils utilisent des techniques de négociation car il y a eu une augmentation constante du nombre de négociateurs algorithmiques qui accèdent à notre marché. Nous estimons que la négociation algorithmique représente à l'heure actuelle entre 15 et 20 p. 100 du volume de notre marché. En fait, cela pourrait faire augmenter le pourcentage de notre volume d'opérations boursières au cours des prochaines années.

Il est important de souligner, cependant, que les techniques algorithmiques sont utilisées dans toutes les catégories par tous les types d'administrateurs, non seulement les administrateurs de fonds spéculatifs. Les fonds spéculatifs offrent des avantages à la fois à leurs investisseurs individuels et au marché financier en général. Pour l'investisseur, si on les ajoute aux actifs traditionnels, les fonds spéculatifs offrent une diversification sur le plan des actifs et pour ce qui est du style d'administration et l'occasion d'accéder à des rendements sans corrélation qui aident à l'administration du portefeuille. Ils peuvent réduire la volatilité du portefeuille tout en assurant un rendement stable.

Sur le marché en général, les fonds spéculatifs jouent de nombreux rôles importants. Ils assurent une profondeur et une liquidité supplémentaires grâce à leur participation active et ils jouent un rôle important pour transférer le risque. À cet égard, ils servent souvent à absorber les chocs qui pourraient résulter sur le marché lorsqu'il y a une absence de participants. Cela réduit la volatilité du marché en général. Les administrateurs de fonds spéculatifs jouent de plus en plus un rôle actif pour ce qui est de la gouvernance d'entreprises et d'améliorer la position de tous les participants sur le marché.

Cela m'amène à ma dernière observation — les tendances des activités boursières dans les fonds de couverture. Il est clair que les fonds de couverture sont un facteur croissant sur nos marchés boursiers étant donné leur nombre et leur taille collective. Ils sont un facteur considérable dans les produits dérivés, qui constituent un segment du marché en général qui se développe très rapidement.

Je sais que votre comité aura pris connaissance du rapport qui a été commandé récemment par le maire de New York, Michael Bloomberg, sur l'état des marchés financiers dans cette ville par rapport à d'autres endroits, notamment Londres surtout. Il en a été question dans le *Financial Times* au cours des dernières semaines et l'on a dit que l'on croyait qu'il y aurait inévitablement un déclin du marché de New York par rapport au marché de Londres toujours résurgent.

Il y a de nombreuses raisons pour ce déclin apparent, notamment les produits dérivatifs. Comme on le dit dans le rapport :

> Bien que Chicago soit en tête pour ce qui est des produits dérivatifs cotés en bourse, l'Europe — et Londres en particulier — a déjà dépassé les États-Unis et New York pour ce qui est des produits dérivatifs hors-bourse, ce qui entraîne des mouvements boursiers plus larges et aide à encourager le genre d'innovation continue qui contribue considérablement au leadership des services financiers.

I would argue that the same dynamic is happening in Canada with respect to hedge funds. The growing presence of hedge funds in derivatives, and equities, drives innovation, which, in turn, supports a vibrant financial services market.

Working with a wide range of market participants, including regulators, issuers and investors, we are building stronger, faster, deeper capital markets in this country. In sum, from the perspective of a market operator, hedge funds are a key part of those capital markets.

I would be happy to entertain your questions.

The Chairman: Before we start, could you spend another minute or two explaining to us in layman's language algorithmic trading and techniques? Remember, we are being viewed by the Canadian public.

Mr. Fotheringham: Algorithmic trading refers to computer-assisted trading. In its simplest terms, it is splitting an order. If someone has a large order to execute in the marketplace, they will use a computer to facilitate that trade. It will split that order into much smaller pieces to allow execution into the marketplace without significant market impact. Such a trading technique allows large orders to fit into the market while leaving no footprint at all.

These techniques can go from a simple execution VWAPT strategy, or volume weighted average price technique, whereby over the day you split your order and hope to get that volume weighted average price executed in the marketplace, to more sophisticated techniques, whereby two stocks are compared and statistical arbitrage trades take place. Those are convergence or divergence trades. When the relationship between two securities reaches a trigger point, a trade will be executed — selling one security and buying the other security, with the understanding that it will either converge or diverge to a point where it can be unwound.

Algorithmic trading then is a range of things, but traditionally, in general terms, we can refer to it as computer-assisted trading that helps managers to execute their trades more efficiently.

The Chairman: The trade secret in this technique is that each trader has a computer variation to determine what algorithms will take place automatically to expedite the trading. Is that the idea? This is an important trade secret as hedge funds and traders develop individual techniques to predict the marketplace.

Mr. Fotheringham: That is correct. These algorithms are closely guarded. Some standards are widely available to the market, like the slicing mechanism I spoke about. However, even that mechanism has its twists and tweaks that allow it to be applied in a special manner. Everyone is looking for an edge in the market and to the extent that they can outguess the next

Je dirais que la même dynamique se produit au Canada en ce qui concerne les fonds de couverture. La présence croissante des fonds de couverture dans les produits dérivatifs et sur le marché boursier entraîne l'innovation qui à son tour soutient un marché des services financiers vibrant.

En travaillant avec une large gamme de participants du marché, notamment les organismes de réglementation, les émetteurs et les investisseurs, nous construisons un marché boursier plus fort, plus rapide et plus profond au pays. En résumé, du point de vue d'un opérateur de marché, les fonds de couverture sont un élément clé de ces marchés boursiers.

Il me fera plaisir de répondre à vos questions.

Le président : Avant de commencer, pourriez-vous prendre une ou deux minutes de plus pour nous expliquer en langage profane ce que sont les techniques algorithmiques? N'oubliez pas que le public canadien nous regarde.

M. Fotheringham : Les techniques algorithmiques sont des opérations boursières assistées par ordinateur. Simplement dit, il s'agit de diviser une commande. Si quelqu'un a une grosse commande à exécuter sur le marché, il utilise un ordinateur pour faciliter cette opération boursière. L'ordinateur divise la commande en commandes beaucoup plus petites pour permettre l'exécution sur le marché sans que cela ait un impact important sur ce dernier. Une telle technique permet de placer de grosses commandes sur le marché sans laisser de trace.

Ces techniques peuvent aller d'une simple exécution d'une stratégie technique du prix moyen en fonction du volume, selon laquelle au cours de la journée on divise la commande et on espère que ce prix moyen en fonction du volume sera exécuté sur le marché jusqu'à des techniques plus sophistiquées, où deux actions sont comparées et où l'on fait un arbitrage d'actions statistiques. Ce sont des opérations boursières de convergence ou de divergence. Lorsque le rapport entre les deux valeurs atteint un point de déclenchement, une opération sera exécutée — on vendra une valeur et on achètera l'autre, étant entendu que cela convergera ou divergera à un point où il pourra être dénoué.

Les techniques algorithmiques d'opérations boursières représentent donc toute une gamme de techniques, mais traditionnellement, de façon générale, nous pouvons dire qu'il s'agit d'opérations assistées par ordinateur qui aident les administrateurs à exécuter leurs opérations de façon plus efficiente.

Le président : Le secret de cette technique c'est que chaque négociateur a une variation sur ordinateur pour déterminer les algorithmes qui se feront automatiquement pour accélérer les opérations boursières, n'est-ce pas? C'est un secret commercial important pour les fonds de couverture et les négociants qui développent leurs techniques individuelles pour prédire le marché.

M. Fotheringham : C'est exact. Ces algorithmes sont surveillés de près. Certaines normes sont facilement disponibles sur le marché, comme le mécanisme de division dont j'ai parlé. Cependant, même ce mécanisme a ses particularités qui lui permettent de s'appliquer d'une certaine façon. Tout le monde cherche un avantage sur le marché et dans la mesure où il est

algorithm, they will do that. Yes, these are customized programs and traders put a great deal of work into building them. Thus, they are closely guarded in many cases.

The Chairman: Is the algorithm methodology a follow-the-leader technique rather than an independent analysis? As opposed to following the market, is this more a case of following the leader in the market in terms of coming to some conclusions as to how to execute a transaction? It is not any different from newspapers and television in which someone leads the story, after which variations of it are repeated endlessly. We do not have diversity of news but we have news leaders.

Mr. Fotheringham: Just as there are a number of different hedge funds with different mandates, there are a number of different algorithmic trading techniques that can be applied. The ultimate goal is to participate with the market flow, which allows you to leave a lesser footprint in the market and to work along with the natural flow in the marketplace. That is the volume weighted average price technique that I referred to earlier, whereby you participate as the market allows you to participate. You do not push or lag the market; you participate with the market. At the end of the day, you will achieve the volume weighted average price technique of the trade that happens that day. With those techniques, participation in the market does not push or lag the market beyond its natural direction. However, there are techniques that are counter-cyclical or that tend to be contrarian, and they would constitute a special approach.

Senator Angus: Mr. Fotheringham, I understand this is your first appearance before this committee.

Mr. Fotheringham: Yes.

Senator Angus: Have you been following our study on hedge funds?

Mr. Fotheringham: We have been reading it with great interest and following the work of the committee carefully.

Senator Angus: Do you and your colleagues think that this is an appropriate topic for current study?

Mr. Fotheringham: TSX Group finds it to be a very timely study. The organization supports the hedge fund involvement because the sector provides a very healthy balance in our marketplace. Diversity of participant and of market views is very important for us. That said, as a company that puts a lot of weight on transparency, fair markets and efficiency, it is important for us to believe and to communicate to the greater population that they are being treated fairly and that proper regulation is in place to ensure that people are secure in their investments. We believe that hedge funds bring many positives to the marketplace and that, with proper regulation, the positive factor will continue.

possible de deviner le prochain algorithme, on va le faire. Oui, ce sont des programmes individualisés et les négociateurs travaillent très fort pour les développer. Dans de nombreux cas, ils sont donc jalousement protégés.

Le président : La méthodologie algorithmique est-elle une technique selon laquelle on tente de suivre le chef de file plutôt que de faire une analyse indépendante? Plutôt que de suivre le marché, s'agit-il plutôt de suivre le chef de file sur le marché pour ce qui est de tirer des conclusions quant à la façon d'exécuter une transaction? Ce n'est pas différent des journaux et de la télévision en ce sens que quelqu'un lance la nouvelle et elle est ensuite répétée sans fin dans ses différentes versions. Nous n'avons pas une diversité de nouvelles mais nous avons ce qui fait les nouvelles.

M. Fotheringham : Tout comme il existe des fonds de couverture différents, avec des objectifs différents, il existe plusieurs systèmes de négociation algorithmique. L'objectif ultime est de suivre les fluctuations du marché, ce qui vous permet de minimiser votre emprunt sur celui-ci et de suivre ses changements naturels. C'est la technique du prix moyen pondéré en fonction du volume, dont j'ai parlé plus tôt, selon laquelle vous prenez part au marché dans la mesure où il vous le permet. Vous ne le poussez ni le traînez, mais vous suivez le marché. En bout de ligne, vous employez la méthode du prix moyen pondéré en fonction du volume des transactions qui ont lieu un jour donné. Avec ces méthodes, en participant au marché, on ne l'entraîne pas au-delà de ses fluctuations naturelles. Cependant, il existe des techniques contracycliques ou qui ont tendance à être anticonformistes, et c'est une approche particulière.

Le sénateur Angus : Monsieur Fotheringham, je crois comprendre que c'est la première fois que vous comparaissez devant notre comité.

M. Fotheringham : C'est exact.

Le sénateur Angus : Avez-vous suivi notre étude sur les fonds de couverture?

M. Fotheringham : Nous l'avons lue avec grand intérêt et suivons de très près le travail du comité.

Le sénateur Angus : Est-ce que vous et vos collègues estimez qu'il s'agit d'un sujet approprié à étudier en ce moment?

M. Fotheringham : Le groupe TSX estime que c'est une étude fort opportune. Nous sommes favorables à un examen des fonds de couverture, car ce secteur fournit un équilibre très sain sur notre marché. Pour nous, la diversité des participants et des perspectives sur le marché est très importante. Ceci étant dit, en tant qu'entreprise qui insiste beaucoup sur la transparence, sur l'équité des marchés et l'efficacité, nous croyons qu'il est important de signaler aux membres du grand public qu'ils sont traités de façon équitable et qu'il existe une réglementation adéquate pour s'assurer que leurs investissements sont sûrs. À notre avis, les fonds de couverture apportent beaucoup d'avantages au marché et ces avantages perdureront s'il y a une réglementation adéquate.

Senator Angus: You have just said the key words, "with proper regulation." In our study we have observed a debate. We have travelled to New York and talked to some of the players to gain a sense of how big these new products are and what concerns have developed there. You have explained how active the TSX Group is and about the large trading facility that it provides in the capital markets today. What risks do you see in the rapid growth and spread of trading in hedge funds for the traditional, sophisticated or exempted investor and institution, as opposed to the retail person who is not down to the one-thirtieth of a second in his decision making? Given the risks that you see, what would constitute proper regulation for Canada?

Mr. Fotheringham: The highly positive thing we have seen in this process in Canada is an openness to look at the issues and accept the recommendations. The study by the Canadian Securities Administrators was released recently, and we are supportive of the direction they have taken.

The Chairman: Is that the Allen report?

Mr. Fotheringham: Yes, that is correct. Our role as a market operator is to operate a fair, liquid and transparent market for all participants. From our perspective, it is important that these issues are dealt with. The risks are being managed well. Just as hedge funds bring innovation to the market, this committee is bringing innovation to the way in which it views regulation and understands this market. For this kind of process, it is important that we continue with dialogue. Senators are well aware of the comments of the Governor of the Bank of Canada, David Dodge, when he appeared before the committee to speak to how hedge funds are influencing the marketplace and the risks. I would have to agree with his view, which is easy to do given his credentials, that hedge funds provide positives and benefits to the marketplace. The leverage employed by many of these funds, which is less in Canada than it is in the United States, I believe, has to be managed. The banks are aware of these risks and they are watching the hedge fund sector. That is the key risk.

Senator Angus: Is it the extent of gearing, as they say in the U.K., that is the big risk or is it the nature of the different players in the leverage chain?

Mr. Fotheringham: From the standpoint of financial stability, Governor Dodge confirmed that he thought there was not a risk to the stability of the market at this time. I look at it from a market practitioner's perspective. Speaking from my 25 years' experience as an investment manager before I joined the marketplace, the leverage was the concern; I had to ensure it was managed and controlled properly.

I think many of the rules we have in place are adequate to manage the market. Enforcement is key — applying the existing rules diligently, which we do see. We are great fans of transparency at TSX. We believe in an open market transparency, where price discovery happens in the open and true valuation of

Le sénateur Angus : Vous venez d'utiliser les mots « réglementation adéquate ». Au cours de notre étude, nous avons remarqué qu'il existait un débat à ce sujet. Nous avons voyagé à New York et nous nous sommes entretenus avec certains intervenants pour nous rendre compte de l'importance de ces nouveaux produits et des préoccupations qu'ils ont engendrées. Vous nous avez expliqué que le Groupe TSX était très actif et qu'il fournissait une bourse importante parmi les marchés de capitaux aujourd'hui. À votre avis, quels risques la croissance rapide et la propagation des fonds de couverture auront-elles sur les investisseurs traditionnels, avertis ou sur les investisseurs exemptés ou les institutions, par opposition au détaillant qui n'en est pas encore à prendre des décisions en un trentième de seconde? Compte tenu des risques que vous prévoyez, qu'est-ce qui constituerait une réglementation adéquate pour le Canada?

M. Fotheringham : Au cours du processus, ce que nous avons observé de très positif, c'est que le Canada est ouvert à ces questions et accepte les recommandations. L'étude des Autorités canadiennes en valeurs mobilières a été publiée récemment et nous sommes d'accord avec les orientations qui y sont présentées.

Le président : S'agit-il du rapport Allen?

M. Fotheringham : Oui, c'est exact. En tant qu'opérateur de marché, nous avons le rôle de gérer un marché juste, liquide et transparent pour tous. Tout comme les fonds de couverture sont une innovation sur le marché, ce comité fait preuve d'innovation dans sa façon de percevoir la réglementation et de comprendre le marché. Dans ce genre de processus, il est important de promouvoir le dialogue. Les sénateurs se souviennent des observations du gouverneur de la Banque du Canada, David Dodge, lorsqu'il a comparu devant le comité pour expliquer l'influence des fonds de couverture sur le marché et les risques qu'ils engendrent. Je suis assez d'accord avec sa perspective, ce qui est assez facile compte tenu de son curriculum vitae, c'est-à-dire que les fonds de couverture apportent au marché des avantages et des inconvénients. L'effet de levier financier permis par beaucoup de ces fonds, qui est moins important au Canada qu'aux États-Unis, à mon sens, doit être surveillé. Les banques sont conscientes de ces risques et surveillent le secteur des fonds de couverture. C'est le risque principal de cet outil financier.

Le sénateur Angus : Est-ce l'ampleur de cet effet de levier financier, le « gearing », comme on dit au Royaume-Uni, qui crée le risque ou est-ce la nature des différents bénéficiaires de ce levier?

M. Fotheringham : En ce qui concerne la stabilité financière, le gouverneur Dodge a confirmé qu'il estimait que le marché ne risquait pas de perdre sa stabilité pour l'instant. Je pense plutôt en tant qu'utilisateur du marché. D'après mes 25 ans d'expérience comme directeur des placements avant de m'être joint au groupe TSX c'était bien cet effet de levier qui était préoccupant, j'ai dû m'assurer qu'il soit adéquatement géré et contrôlé.

Je pense que les règles dont nous disposons actuellement permettent de gérer le marché de façon appropriée. L'application de ces règles est fondamentale. Il s'agit d'appliquer les règles existantes avec diligence, et c'est ce que nous observons. Au groupe TSX, nous sommes des fanatiques de la transparence.

securities can take place. These things can all come together to ensure that we have a healthy market that does not have the risks that could be associated with too much leverage.

Senator Angus: You just said that we have proper regulation in place. Could you outline the critical components of that for us? Following Senator Grafstein's request, if they are written down specifically for hedge funds, it would help our work a lot to have a statement of what the trading rules are, as well as the regulations that you feel contribute to the transparency, market integrity and stability.

Mr. Fotheringham: I can talk about it from the perspective of a market operator who encourages the participation of all participants, not just hedge funds but traditional fund managers and retail investors. I can talk about the structure we have in place to make sure we have a liquid, transparent market that is fair.

On TSX, we allow direct trading by participating organizations only. The participating organization is the one that actually executes the trade on TSX.

Senator Angus: Would that be the hedge fund manager to which you referred earlier?

Mr. Fotheringham: This would be a broker dealer. The hedge fund managers themselves would not be executing trades on TSX; they would come through a registered broker dealer. That registered broker dealer has to be a member of the IDA, the Investment Dealers Association, which is a self-regulatory organization. They have their checks. The primarily responsibility of the IDA is to ensure there is capital adequacy for that fund or that entity to operate, but also that there are proper standards in place for their operation as well as the staff employed by them. The first criterion for becoming a participating organization on TSX is to have an IDA membership.

We then ask that a prospective participating organization be a member of a clearing entity, the Canadian Depository for Securities Limited. In the case of U.S. participating organizations, they would have an account at CDS and be a member of their local clearing organization.

Third, participating organizations have to have electronic access. We are a fully electronic exchange.

Once they have satisfied those criteria, we ask them to apply formally. We do background checks; and there has to be a personal information circular that gives us information on the officers, significant shareholders and board of that company. We make sure that they are aware of, and agree to abide by, our trading rules. We feel it provides a secure environment for trading.

Nous croyons à la transparence du marché ouvert, qui permet une découverte des prix ouverte et une évaluation réelle des valeurs mobilières. Ensemble, ces éléments permettent d'avoir un marché sain qui ne comporte par les risques associés à un effet de levier financier trop important.

Le sénateur Angus : Vous avez dit que nous disposons déjà d'une réglementation adéquate. Pouvez-vous nous décrire les composantes fondamentales de cette réglementation? Pour revenir à la demande du sénateur Grafstein, si ces règles portent précisément sur les fonds de couverture, cela nous aiderait grandement de connaître les règles relatives aux transactions, ainsi que les règlements dont vous avez parlé et qui, à votre avis, contribuent à assurer la transparence, l'intégrité et la stabilité du marché.

M. Fotheringham : Je peux vous parler de la perspective d'un opérateur de marché qui encourage la participation de tous les joueurs, pas simplement les fonds de couverture, mais aussi les directeurs de placements traditionnels et les épargnants. Je peux vous décrire la structure établie qui nous garantit un marché liquide, transparent et équitable.

Sur le TSX, nous permettons uniquement aux organismes membres de faire des transactions directes. Les organismes membres sont les seuls qui transigent sur le TSX.

Le sénateur Angus : Est-ce que vous parlez des gestionnaires de fonds de couverture que vous avez mentionnés plus tôt?

M. Fotheringham : Non, ce sont les firmes de courtage. Les gestionnaires de fonds de couverture ne transigent pas eux-mêmes sur le TSX; ils doivent passer par une firme de courtage enregistrée. Cette firme de courtage enregistrée doit être membre de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, l'ACCVM, une association d'autoréglementation. Ce sont eux qui font les vérifications. La responsabilité principale de l'ACCVM est d'assurer que le fonds ou l'entité dispose de suffisamment de fonds pour participer au marché, mais également que le personnel respecte certaines normes de fonctionnement. Pour devenir membre du TSX, le premier critère est d'appartenir à l'ACCVM.

Ensuite, nous demandons aux organismes candidats d'adhérer à un groupe de compensation, la Canadian Depository for Securities Limited. Pour les organismes américains, il faut avoir un compte à la CDS et être membre de leur entreprise de compensation locale.

Troisièmement, les organismes membres doivent disposer d'un accès électronique. Nos transactions sont entièrement électroniques.

Une fois que le groupe satisfait à ces critères, nous lui demandons de présenter une demande officielle. Nous procédons à une vérification des antécédents; nous demandons des renseignements personnels sur les gestionnaires, les actionnaires importants et le conseil d'administration de la compagnie. Nous nous assurons qu'ils connaissent et acceptent de respecter nos règles de transaction. Nous estimons que cela permet un environnement sécuritaire.

Relating this back to hedge funds, the hedge fund managers come through a broker dealer, an entity we know has been vetted and has secure and high standards of operation.

On the rules side, where we govern these entities, we have our TSX trading rules. I know that you heard from the Montreal exchange earlier. Where we differ from the Montreal exchange is that we have regulations services that do surveillance on our market enforcement, which ensures compliance. The regulations services are an independent entity. We have our own trading rules. The regulations services have established what they refer to as the universal market integrity rules. They apply those standards and they are watching.

Beyond that, there are the regulators. In our case, we have the provincial regulator — the Ontario Securities Commission. We have several layers of a secure and well-managed process to help us.

Senator Angus: You are the vice-president of trading and you have been an on-the-floor trader in your career, so you understand how it works. We have been told that the broker is there and behind the broker is a hedge fund, the ABC fund, for example. ABC goes to the broker and starts doing its trading. You do not know that it is ABC, right? It is CIBC Wood Gundy or RBC putting in a trade for ABC; is that correct?

Mr. Fotheringham: Yes.

Senator Angus: They are trading all day long. Their traders are on the floor representing their different clients.

Mr. Fotheringham: That is correct. We know anecdotally, from visiting these clients, who has assets under management. As a public entity, we do talk to them but you are absolutely correct: we do not know who it is.

Senator Angus: There are different kinds of funds, but to take a typical fund, let us say this ABC fund has $1 million of assets in play. I understand they have their computer model, some iteration of an algorithmic pattern. They trade all those assets every day, sometimes in various markets. Am I correct so far? They might be putting them to work all day in the Japan market and then move them over to the U.K. market and now the sun is coming up in the TSX Group. Is that how it works, according to your understanding?

Mr. Fotheringham: That is certainly how some funds are managed. To extend your point, the trading may be beyond equities; it may be into fixed income, for instance, or commodities.

Senator Angus: Anything that is a hedge — an interest rate, a thunderstorm, a gas price; I understand that. After the chairman and I talked with Governor Dodge, we thought we had better talk to our colleagues here and decide whether we should be doing this and why. What we understand is that the people who have invested in the ABC fund, which is being traded through one of

Pour en revenir aux fonds de couverture, les gestionnaires doivent passer par une firme de courtage, dont nous savons qu'elle a été contrôlée et qu'elle applique des normes de sécurité élevées.

En ce qui concerne les règles. Nous disposons de règles de transaction du TSX qui régissent ces entités. Je sais que vous avez entendu la Bourse de Montréal hier. La différence entre nous et la Bourse de Montréal, c'est que nous utilisons des services de réglementation pour nous assurer que celle-ci soit bien appliquée. Ces services de réglementation sont fournis par une entreprise indépendante. Nous avons nos propres règles de transaction, mais l'entreprise de services de réglementation a créé ce qu'elle appelle des règles universelles relatives à l'intégrité des marchés. Ce sont les normes qu'elle applique et qu'elle surveille.

En plus, il y a les autorités de réglementation. Dans notre cas, c'est une autorité provinciale — la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. C'est donc un processus sécuritaire et bien géré qui comporte plusieurs paliers.

Le sénateur Angus : Vous êtes vice-président des transactions et vous avez été courtier au cours de votre carrière, donc vous comprenez comment ça marche. On nous a dit qu'il y avait un courtier, et un fonds de couverture derrière lui, disons le fonds ABC, par exemple. ABC va voir un courtier et commence à faire des transactions. Vous ne savez pas qu'il s'agit d'ABC, n'est-ce pas? C'est la CIBC Wood Gundy ou la RBC qui transige pour le fonds ABC, n'est-ce pas?

M. Fotheringham : C'est exact.

Le sénateur Angus : Ils transigent toute la journée. Leurs courtiers sont sur le parquet et représentent leurs différents clients.

M. Fotheringham : C'est exact. Grâce aux visites de ces clients, nous savons, de façon anecdotique, qui gère les actifs de qui. En tant qu'entité publique, nous leur parlons, mais vous avez tout à fait raison : nous ne savons pas de qui il s'agit.

Le sénateur Angus : Il existe différents types de fonds, mais prenons un fonds typique, disons que le fonds ABC dispose d'un million de dollars en capital. Je sais qu'ils ont leur modèle informatique, leur formule algorithmique. Ils font des transactions boursières toute la journée avec ce capital, parfois sur différents marchés. Est-ce que je me trompe pour l'instant? Ils font peut-être des transactions toute la journée sur le marché japonais puis recommencent sur le marché britannique, jusqu'à l'ouverture du TSX. D'après vous, est-ce ainsi que cela fonctionne?

M. Fotheringham : C'est certainement comme ça que certains fonds sont gérés. Pour aller plus loin, je vous dirais que ces transactions ne portent pas forcément sur des actions; il peut s'agir de revenu fixe, par exemple, ou de denrées.

Le sénateur Angus : Oui, cela s'applique à toutes les opérations de couverture — un taux d'intérêt, un orage, le prix de l'essence, je comprends. Après avoir discuté avec le gouverneur Dodge, le président et moi-même avons estimé qu'il vaudrait mieux parler à nos collègues du comité pour décider si nous voulions vraiment entreprendre cette étude et pourquoi. Ce que nous comprenons,

the recognized registered entities, do not know what they are doing all day as they are busily trading. In a mutual fund, there are X shares of Alcan Inc. or whatever and you can see it going up and down on your computer screen. However, in these nanosecond transactions being traded all day by ABC, the consumer has not got a clue what they are doing. Also, there is no regulation that will open that kimono and show us the transparency that you are talking about as being so important. This is what we are trying to get to.

Really only the big boys know what they are doing. We saw at Amaranth all kinds of crazy conflicting bailouts by huge banks that were the backers and lenders to these ABC funds. However, you and I have put our $25,000 in there, and how are we protected?

Mr. Fotheringham: Again, as a market operator, we are focused on the day-to-day trade and how that trade comes in and is executed efficiently. That is from a TSX perspective.

You are leading to the requirements or obligations of the regulators to ensure that individual investment advisers, outside the responsibility of TSX, know their clients and understand the investments they make for their clients. In that way, advisers ensure that the investments are appropriate for the clients' risk profile and that they are able to explain the investments to their clients to the satisfaction of the clients. In the case of an investor who has the financial means to satisfy the test that they do not need the full prospectus, they would have that dialogue with their investment adviser to determine whether the investment is appropriate.

There are seven hedge funds traded actively on the TSX. In that case, a prospectus is filed so that one clearly understands the mandate and objectives of the hedge funds. You would not know today what they are trading, and that is part of the value added that they provide to the investor, much like a traditional investment manager would do.

Speaking as an exchange operator, I would say that the greatest difference is that on exchange we ensure that the rules are in place and that the markets are efficient. When we list a company, we ensure that they adhere to all the rules and regulations required, which include many things.

The Chairman: Out of 200 hedge funds, seven are listed on the TSX, meaning that 193 hedge funds are not listed. There is little difference in terms of oversight between the example Senator Angus used where the terms and objective of trading are much broader and much more capacious and a more staid, regulated or geared mutual fund. At the end of the day, we still have a vast, unregulated group of activities happening to which the word "transparency" could not be applied. Is that fair? We are trying to understand what you mean when you say "transparency" in this context.

c'est que les gens qui ont investi dans le fonds ABC, dont les opérations passent par des firmes enregistrées, ne savent rien de ce que ces firmes font toute la journée avec leur argent. Dans un fonds de placement, vous avez un nombre donné d'actions d'Alcan ou d'autre chose et vous voyez leur valeur monter et descendre sur votre écran d'ordinateur. Cependant dans le cas de ces transactions de quelques nanosecondes qui se font toute la journée au fonds ABC, le consommateur n'a aucune idée de ce qui se passe. En outre, aucun règlement ne permettra d'atteindre cette transparence dont vous avez tant parlé. C'est ce que nous essayons de vous dire.

Il n'y a que les grands qui savent ce qui se passe. Avec Amaranth, on a vu qu'il y avait eu toutes sortes de renflouements contradictoires des grandes banques qui étaient les bailleurs de fonds et les prêteurs de ces fonds ABC. Cependant, si vous et moi avons investi 25 000 $ dans ce fonds, comment sommes-nous protégés?

M. Fotheringham : Encore une fois, en tant qu'opérateur de marché, notre groupe se concentre sur les transactions quotidiennes et sur l'exécution efficace de celles-ci. C'est la perspective de TSX.

Vous voulez en venir aux exigences ou aux obligations des autorités de réglementation de s'assurer que les conseillers en investissement des particuliers, ce qui dépasse la responsabilité du TSX, connaissent leurs clients et comprennent les investissements qu'ils font en leur nom. Les conseillers doivent s'assurer que ces investissements correspondent au profil de risque de leurs clients et doivent pouvoir les justifier. Si un investisseur a le moyen financier de procéder à une transaction sans avoir besoin du prospectus, il doit avoir une discussion avec son conseiller en placement pour déterminer si cette transaction est pertinente.

Il y a sept fonds de couverture actifs au TSX. Dans ce cas, on dépose un prospectus pour que tout le monde comprenne bien le mandat et l'objectif du fonds de couverture. Vous ne sauriez pas aujourd'hui quelles transactions sont effectuées, cela fait partie de la valeur ajoutée que les gestionnaires de fonds de couverture apportent à l'investisseur, comme le ferait un directeur de placements traditionnels.

En tant qu'opérateur de marché, je vous dirais que la différence, chez nous, c'est que nous nous assurons que les règles existent et que les marchés sont efficients. Lorsque nous inscrivons une entreprise à la cote, nous nous assurons qu'elle respecte toutes les règles et tous les règlements, qui comprennent beaucoup de critères.

Le président : Sur 200 fonds de couverture, sept sont cotés au TSX, ce qui veut dire que 193 ne le sont pas. La surveillance est sensiblement la même pour ces fonds et l'exemple cité par le sénateur Angus, pour lequel l'objectif des transactions boursières est beaucoup plus vaste, car c'est un fonds mutuel beaucoup plus réglementé, ordinaire ou adapté. En bout de ligne, il y a quand même toutes sortes d'activités non réglementées auxquelles on ne peut appliquer le mot « transparence ». N'est-ce pas exact? Nous essayons de comprendre ce que vous voulez dire quand vous utilisez le mot « transparence » dans ce contexte.

Senator Angus: The chairman pointed out that people are listening to these proceedings on the Internet. We want them to understand what we are getting at.

In the United States, we were told that activity in the hedge fund sector is akin to the way things worked in wild-west times and that hedge funds are like junk bonds. Hedge fund operators say that although the sector can produce a high return, it is definitely high risk. If investors want a return of 33 per cent to 40 per cent, then they should see a hedge fund operator.

There has been a good track record, except for long-term capital and then the issue with Amaranth, which was touch-and-go. We are trying to make all of the information easily understood.

While your market is open all day, the operators of the ABC fund are putting that $1 million into buying, selling and looking for, I am told, volatile, not stable, situations. In that way, there is a better chance for them to make a good return. That is the nature of their business.

How risky is it? That is what this committee wants to understand. What you have told us thus far is reassuring: access to your trading markets is highly controlled, know-your-client rules are in place, and the dealers cannot willy-nilly pick up some not-so-savoury characters and start trading in your forum. Perhaps that will be the conclusion of this study, but before that can occur, we want to know whether there will be a huge run if the good times suddenly turn south. That is the kind of information we are looking for.

The Chairman: We are grappling with the inherent risk. Although we understand the need for liquidity and capital in Canada, we do not want to do anything that in any way, shape or form would put Canadian hedge fund managers at a disadvantage with either the English or the American marketplace. We are trying to strike a proper balance for a protective element. What is the proper regulatory balance that will give the markets their way while ensuring that the consumer and the economy are not detrimentally affected in the short-term or long-term downturn that we anticipate will happen? Every market that goes up also comes down. How do we hedge against that?

Senator Angus: There is the electronic exchange. You talked about exchange-traded derivatives, ETD, but we have heard about electronically-traded funds, ETF, as well. It is a whole new world. Should we be looking at those? We are senators, not rocket scientists, so we need your expertise to inform us. It is my sense that this is the replacement for junk bonds, et cetera, although you said that it is a welcome new product or financial capital measure. Junk bonds were more the old style of product. We needed something electronic in this new push-button world. Will this fill the existing void? Is that fair? Are we getting close to it?

Le sénateur Angus : Le président a signalé qu'il y a des gens qui écoutent la séance du comité sur Internet. Nous voulons qu'ils comprennent où nous voulons en venir.

Aux États-Unis, on nous a dit que le secteur des fonds de couverture faisait penser à l'époque du wild-west et que c'était des obligations à haut risque. Les gestionnaires de ces fonds de couverture disent que, bien que ce secteur puisse avoir un rendement important, il comporte indubitablement un risque élevé. Si les investisseurs cherchent un rendement de 33 p. 100 ou de 40 p. 100, alors ils devront contacter un gestionnaire de fonds de couverture.

De façon générale, le bilan est bon, sauf pour le capital à long terme, puis les problèmes ponctuels comme Amaranth. Nous essayons de vulgariser tout cela.

Puisque votre marché est ouvert toute la journée, les gestionnaires du fonds ABC, avec cette somme de 1 million de dollars, vont acheter, vendre et chercher, me dit-on, des transactions volatiles, et non stables. De cette façon, ils ont de meilleures chances de réaliser un bon rendement. C'est leur travail.

Quel risque cela représente-t-il? C'est ce que le comité veut savoir. Jusqu'ici, vous nous avez rassurés : l'accès à vos marchés est étroitement contrôlé, il y a des règles qui forcent les directeurs de placements à connaître leurs clients et les courtiers ne peuvent désigner au hasard des personnes peu recommandables pour exécuter des opérations boursières sur le TSX. Ce sera sans doute la conclusion de notre étude, mais avant, nous voulons savoir si nous risquons d'observer un exode, si la tendance venait à s'inverser. C'est le genre d'information que nous cherchons.

Le président : Nous nous débattons avec le risque inhérent. Même si nous comprenons que nous avons besoin de liquidités et de capital au Canada, nous ne voulons pas faire quoi que ce soit qui puisse, d'une façon ou d'une autre, désavantager les gestionnaires de fonds de couverture canadiens vis-à-vis de leurs homologues britanniques ou américains. Nous essayons de trouver un équilibre entre la compétitivité et la protection. Quel régime réglementaire nous permettrait de ne pas entraver les marchés tout en protégeant le consommateur et l'économie des conséquences du ralentissement que nous prévoyons à court ou à long terme? Tout marché haussier baisse un jour ou l'autre. Comment pouvons-nous prévoir le coup?

Le sénateur Angus : Il y a aussi la bourse électronique. Vous avez parlé des produits dérivés négociés en bourse, mais il y a aussi des fonds négociés de façon électronique. C'est complètement différent. Doit-on se pencher sur ces questions? Nous sommes des sénateurs, pas des sommités scientifiques, c'est pourquoi nous avons besoin de votre expertise. J'ai l'impression que les fonds de couverture sont les nouvelles obligations à haut risque, bien que vous ayez dit que c'était un nouveau produit accepté ou une mesure des marchés financiers. Les obligations à haut risque, ce sont les anciens produits. Il fallait quelque chose d'électronique dans notre monde de l'instantané. Les fonds de couverture permettront-ils de combler ce manque? Est-ce que je me trompe? Est-ce que l'on commence à cerner le problème?

Mr. Fotheringham: I would approach the question from a different angle. From the perspective of a market operator, what is the effect of a hedge fund in our market? As you say, markets go up and down and, inevitably, as much as we have good times, there will always be the opposite side of that coin.

One good thing that hedge funds provide is the other side of a market. In every purchase transaction there is a seller, and in every sell transaction there is a buyer for that security. The hedge fund, when it is in there, may be shorting a security that others have fallen in love with. There must be someone to facilitate that trade and a hedge fund manager will do that. Hedge funds provide liquidity to the market, often when others would not like to. That would be a disservice to our market makers that are in our market every day. Many of our participating organizations operate as market makers, who support the market on a daily basis with guaranteed minimum fills for our clients. I do not want to give a disservice to those participants because they fulfill a vital role for us and are important market participants. However, hedge funds also play a vital role by providing liquidity in times when others are unwilling to do so. They are the risk conduit that I talked about earlier such that when others are not willing to accept the risk, hedge fund managers are there to accept it. Another benefit, especially as it relates to shorting, is that they help with true price discovery. When markets get ahead of themselves, hedge funds will step in to help with that true price discovery, first acting in the market and then acting through their governance efforts.

We do find that hedge funds provide a vital role, which is my view as a market operator. I can step back to my role as a fund manager because I worked for a large Ontario pension fund before coming to TSX Group and I used hedge funds on a regular basis. We achieved the index through derivative contracts and used hedge funds to provide the alpha — the extra return or outperformance. Being on both the buy side and the service provider side, I see benefits to hedge funds.

Senator Angus: You said earlier that hedge funds are taking an active role in improving corporate governance, and you know of our interest in corporate governance as well. How do hedge funds tie into corporate governance?

Mr. Fotheringham: We have seen evidence of this not only in hedge funds but also in traditional funds and pension funds — those who for a long time had remained silent. In general terms, we are now seeing a more active governance approach by many investors. The investment community is getting more involved in how funds are run. To the extent that hedge funds are significant investors in a company, they can influence what is happening there. Again, that is outside the scope of my role as a market operator.

M. Fotheringham : Je le ferais sous un angle différent. En tant qu'opérateur de marché, je me demande quel est l'effet du fonds de couverture sur notre marché. Comme vous l'avez dit, les marchés, inévitablement, montent et baissent. S'il y a des périodes de prospérité, il y aura également toujours l'inverse.

Une des choses que nous apportent les fonds de couverture, c'est l'autre perspective du marché. Pour chaque achat, il y a un vendeur, et pour chaque vente, il y a un acheteur. Le fonds de couverture, lorsqu'il est présent sur le marché, peut se débarrasser d'une valeur mobilière dont d'autres sont tombés amoureux. Il faut quelqu'un pour permettre ce type de transaction boursière, comme un gestionnaire de fonds de couverture. Ce type de fonds fournit une certaine liquidité au marché, alors que souvent les autres acteurs ne sont pas prêts à le faire. Cela nuirait aux mainteneurs de marchés qui font des transactions sur notre marché tous les jours. Beaucoup de nos organismes membres fonctionnent comme des mainteneurs de marchés, qui soutiennent le marché quotidiennement en fournissant à nos clients des entrées minimum garanties. Je ne veux pas nuire à ces intervenants, car ils jouent un rôle fondamental pour nous et participent aux marchés de façon importante. Cependant, les fonds de couverture jouent également un rôle important car ils fournissent de la liquidité lorsque les autres sont réticents à le faire. Il y a également la question du risque dont j'ai parlé tout à l'heure, c'est-à-dire que les gestionnaires de fonds de couverture sont prêts à l'accepter quand les autres ne le sont pas. Un autre avantage, surtout pour l'emprunt; les fonds de couverture permettent une réelle découverte des prix. Lorsque les marchés s'emballent, les fonds de couverture favorisent la réelle découverte des prix, d'abord en participant aux marchés, et ensuite, grâce à leurs efforts de gouvernance.

Nous estimons que les fonds de couverture jouent un rôle vital. C'est mon avis d'opérateur de marché. J'ai un certain recul, car j'ai travaillé pour un gros fonds de pension de l'Ontario avant de me joindre au groupe TSX et j'avais régulièrement recours aux fonds de couverture. Nous avons atteint notre indice de croissance grâce aux contrats de produits dérivés et avons utilisé les fonds de couverture pour permettre un rendement supplémentaire ou un écart de rendement. En tant qu'acheteur et fournisseur, je trouve que les fonds de couverture présentent des avantages.

Le sénateur Angus : Vous avez dit que les fonds de couverture permettaient d'améliorer la gouvernance d'entreprises, et vous savez que cette question nous intéresse également au comité. Quel rapport faites-vous entre les deux?

M. Fotheringham : Nous avons observé ce phénomène pour les fonds de couverture, mais aussi pour les fonds traditionnels et les fonds de pension — qui n'ont pas fait de bruit pendant longtemps. De façon générale, nous observons que beaucoup d'investisseurs ont une approche plus active en matière de gouvernance. La communauté participe de plus en plus à la gestion des fonds. Dans la mesure où les fonds de couverture sont un investissement important dans une entreprise, ils peuvent avoir une influence sur celle-ci. Encore une fois, cela dépasse ma fonction d'opérateur de marché.

Senator Angus: Your point was that it is a risk mitigator in a sense, because to get registered and approved by the well-known CIBC Wood Gundy or Morgan Stanley or whoever, these ABC guys have to have good governance and they have to comply with the Sarbanes-Oxley measures. We are not necessarily big fans of Sarbanes-Oxley, but I use it as a generic term for governance. Is that correct?

Mr. Fotheringham: My view of the Canadian banking system is very positive. I think we have a very strong banking system with high-quality banks in Canada. They take risk management and measurement seriously. They have sophisticated systems and, as well, they want to know their clients. When someone is trading through them, they want to know who that client is and ensure that they are running their operations efficiently. I think the industry is applying ongoing efforts to this issue and it is constantly improving.

Senator Harb: Yesterday, a witness from the Office of the Superintendent of Financial Institutions appeared before the committee and indicated to us that the involvement of the banking and financial sector in hedge funds is in the vicinity of 2 per cent. Therefore, they concluded that there is nothing to be concerned about. From our perspective as a committee that was quite positive.

Has your organization done a breakdown of the players? Do you know which areas or sectors of the economy they are in and in what percentage of the hedge funds they participate?

Mr. Fotheringham: As a market operator we focus on our participating organizations. We have 116 participating organizations linked to our exchange; 10 of those are considered international participating organizations and they have to work through a Canadian conduit in order to access our exchange.

Those people are considered our direct clients. They are the people we know well and are the ones we focus on servicing. We have worked with them to have them secure approval to trade on our exchange. We have gone through the application process. In some cases, we have helped them secure their IDA membership; in other cases, they do it on their own.

In our efforts to promote general market awareness and general participation in our market, we also go out and talk to people about our market — the benefits of trading electronically, the benefits of trading in Canada, the focus on our product mix, which is very focused in mining, oil and gas. We can offer a number of structured products to investors.

We will talk in general terms about what we can offer to the marketplace and we get ideas from investors as well. Exchange traded funds were mentioned earlier; many people do not realize that Toronto was where those were discovered and developed — the TIPS, Toronto index participation shares, and HIPS you may be familiar with. That has grown into an incredibly successful

Le sénateur Angus : Vous disiez qu'on limite le risque d'une certaine façon, parce que pour s'enregistrer auprès de CIBC Wood Gundy ou de Morgan Stanley, ou quiconque, ces entreprises doivent montrer qu'elles ont une bonne gouvernance et qu'elles respectent les mesures Sarbanes-Oxley. Nous ne sommes pas forcément des fans de ces mesures, mais je les utilise comme indicateurs de la gouvernance. Ai-je bien compris?

M. Fotheringham : J'ai une très bonne opinion du système bancaire canadien. Je pense que nous avons un excellent système et des banques de grande qualité. Elles prennent la gestion du risque très au sérieux, elles disposent de systèmes sophistiqués et veulent bien connaître leurs clients. Si un client veut faire affaires avec elles, elles veulent le connaître et s'assurer qu'elles gèrent ses opérations de façon efficace. Je pense que le secteur bancaire déploie des efforts constants sur ce front et ne cesse de s'améliorer.

Le sénateur Harb : Hier, un témoin du Bureau du surintendant des institutions financières a déclaré au comité que l'intervention du secteur des banques et de la finance dans les fonds de couverture était de l'ordre de 2 p. 100. Il concluait donc qu'il n'y avait rien à craindre. Pour nous, ce fut là un commentaire assez positif.

Votre organisme a-t-il réparti les intervenants en catégories? Savez-vous quels sont les domaines ou les secteurs de l'économie dans lesquels ils sont présents et, en pourcentage, à quelle hauteur sont-ils présents dans les fonds de couverture?

M. Fotheringham : Comme opérateurs de marché, nous nous intéressons surtout aux organismes participants. Nous en avons 116 dont 10 sont considérés comme des organismes étrangers, et ils doivent donc passer par un intermédiaire canadien pour pouvoir être cotés chez nous.

Ce sont eux qui sont considérés comme nos clients directs. Ce sont des gens que nous connaissons fort bien et c'est en fonction d'eux que nous axons nos services. Nous avons travaillé avec eux pour qu'ils puissent être cotés chez nous. Nous avons suivi tout le processus de demande d'inscription. Dans certains cas, nous les avons aidés à adhérer à l'ACCOVAM, mais d'autres organismes l'ont fait indépendamment.

Comme nous nous employons à arriver à une meilleure sensibilisation au marché en général et à accroître la participation à nos activités, nous faisons également de la propagande pour vanter, par exemple, les avantages des transactions électroniques, les avantages qu'il y a à être coté sur les marchés canadiens, l'intérêt que présente le panachage de nos produits, un panachage qui est particulièrement axé sur le secteur minier, le pétrole et le gaz. Nous pourrons ainsi offrir aux investisseurs toute une série de produits bien structurés.

Nous leur parlons de façon générale de ce que nous pouvons offrir au marché et les investisseurs nous communiquent également leurs idées. On a déjà parlé ici des fonds cotés en bourse, mais bien des gens ignorent encore que c'est à Toronto que ces produits ont été découverts et développés, et j'entends par là des produits comme les TIPS, les parts liées aux différents

global product, but that product came from talking to customers, talking to the marketplace, understanding what they need and developing products that satisfy them. That said, our focus is on the 116 participating organizations that are directly associated with our exchange.

Senator Harb: The Investment Dealers Association commissioned the task force, and you stated earlier that you are not aware of their recommendations. In a nutshell, when it came to regulating hedge funds, they made a series of recommendations concerning the disclosure of fees, the relationship among the hedge fund managers, advisers and administrators, the issue of conflict of interest and so on.

You told us that the algorithms used by some hedge funds are a closely guarded secret, which is understandable. The strategies those hedge funds use for their investment will also be secret; is that correct?

Mr. Fotheringham: The execution techniques they use are secret, or the algorithm driving the execution techniques is secret. The stock they trade is fully transparent. It goes into our central limit order book and is fully displayed for the market. Retail investors, institutional investors or any participant in our market is able to access that order.

The algorithm that drives the execution is secret. It is proprietary; it is the edge they can provide to their client — the value-added. However, once it is delivered through an electronic medium to the exchange, it is fully displayed; anyone can participate in that. Clients do take priority. There is a price-time priority algorithm on our exchange to ensure first in gets serviced, best price gets serviced and customers get serviced first. The secrecy is in the development of the execution strategy, not in the execution.

Senator Harb: While they made all those recommendations, the committee said consideration should be given to the registration of hedge fund managers in order to ensure that there is an appropriate level of regulatory oversight of the activities of the manager, as well as the fund capitalization and governance procedure. In their report, when it came to these particular issues, they did not really take a firm stand on whether or not all these hedge funds should be registered and regulated.

The report has been public since October 2006. Have you or other members in the TSX had a chance to deliberate on its findings? Have you come to a conclusion regarding the registration of hedge funds? Is there a problem, although it

indices, ainsi que les HIPS que vous connaissez peut-être déjà. Ces produits ont connu un énorme succès sur le plan international, mais s'ils existent, c'est parce que nous avons parlé aux clients, nous avons parlé aux différents intervenants sur le marché, nous sommes arrivés à comprendre ce dont ils avaient besoin pour ensuite mettre au point des produits qui leur convenaient. Cela dit, nous nous axons surtout sur les 116 organismes participants qui sont directement intéressés par notre bourse.

Le sénateur Harb : L'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières a commandé ce travail, mais vous nous avez dit que vous n'étiez pas au courant de ses recommandations. En deux mots, en ce qui concerne la réglementation des fonds de couverture, elle avait formulé une série de recommandations au sujet de la divulgation des frais, des rapports entre les gestionnaires, conseillers et autres administrateurs des différents fonds de couverture, de la question des conflits d'intérêts, et cetera.

Vous nous dites maintenant que les algorithmes utilisés par certains de ces fonds de couverture sont un secret jalousement gardé, ce qui est parfaitement compréhensible. Les stratégies utilisées par ces fonds de couverture pour effectuer leurs investissements seront également secrètes, j'imagine, n'est-ce pas?

M. Fotheringham : Les méthodes d'exécution utilisées sont secrètes, oui. En d'autres termes l'algorithme qui anime ces méthodes d'exécution est un secret. Par contre, les titres vendus ou achetés par ces fonds sont tout à fait transparents. Tout est inscrit dans nos registres centraux où sont consignées les commandes, et ces registres sont tout à fait publics. Les investisseurs, petits ou grands, quiconque transige chez nous, peut consulter ce carnet de commandes.

Mais l'algorithme d'exécution est secret. C'est une propriété intellectuelle, c'est grâce à cet algorithme que le fonds de couverture donne un avantage au client, c'est la valeur ajoutée. Par contre, une fois que la commande parvient électroniquement à la bourse, elle est affichée et n'importe qui peut l'avoir. Les clients ont la priorité. Nous avons chez nous un algorithme qui donne la priorité à la paire prix-temps, ce qui fait en sorte que la première commande arrivée est la première servie, que le meilleur prix est servi et que les clients sont servis en premier. Le secret réside dans l'élaboration même de la stratégie d'exécution, mais non pas dans l'exécution proprement dite de la commande.

Le sénateur Harb : Lorsqu'il a fait toutes ces recommandations, le comité avait également déclaré qu'il fallait songer à un système d'inscription des administrateurs de fonds de couverture de manière à ce qu'il y ait un contrôle réglementaire adéquat des activités de ces administrateurs, de même que de la capitalisation du fonds et de la procédure de gouvernance. Dans le rapport du groupe de travail, en ce qui concerne précisément ces questions-là, aucune position bien tranchée n'est avancée, les membres du groupe de travail ne s'étant pas prononcés sur la nécessité ou non d'enregistrer et de réglementer tous ces fonds de couverture.

Le rapport est dans le domaine public depuis octobre 2006. Avez-vous eu l'occasion, vous ou d'autres membres du TSX, d'en examiner les conclusions? Êtes-vous arrivés à un constat quelconque au sujet de l'enregistrement des fonds de

looks as if everything is fine? If so, when do you think we as a committee will be able to know what is the overall position of the investment community on the stock exchange?

Mr. Fotheringham: We have reviewed the report and understood its content and we are in support of the recommendations. Speaking as a market operator, our goal is to have as many qualified participants available to the marketplace as possible.

We think the recommendations are positive. We also think that the culture we have adopted and nurtured in Canada would be supportive of these changes. As you talk to a number of fund managers and market participants, I believe you are getting the impression that people are open to this; they are not close-minded to the idea that this focus has been recommended. They are also conscious of the fact that the sector is being well managed today and that there are not significant risks in place in the marketplace. I think the general tone is that there is support.

Senator Harb: This is exactly my point, that they do not say whether or not you should do it. They say you should consider doing it. Have you considered that, and if you did, what have you decided? Whatever answer you give me — if it is yes, you have decided you want to do it — in your estimation is it best to be self-regulated through the exchange, or should regulation be done through government, by way of some regulatory procedures or laws?

Do you think anything needs to be done regarding registration for hedge funds? If so, who should do the registration and the enforcement of that mechanism?

Mr. Fotheringham: As I noted earlier, our role as a market operator is to facilitate the trade. We have made a decision to outsource the regulation to our regulation services, and we all operate under the observation of the provincial regulators where we happen to be domiciled.

Our view is that we will concentrate on our market activity. The facilities are in place to accommodate this. We do have a healthy community of open-minded people who are looking at this. The regulation services are focused on it. The Ontario Securities Commission and all the security commissions as well as the Office of the Superintendent of Financial Institutions and the Bank of Canada understand this. A number of people are focused on this industry and are interested in developing it.

From the perspective of TSX Group, we would not force regulation. We would leave that to the experts who understand that best and can apply it most efficiently.

couverture? Y a-t-il problème, même si tout semble bien marcher? Et dans l'affirmative, quand pensez-vous que notre comité sera en mesure de savoir quelle est la position d'ensemble du milieu de l'investissement en bourse?

M. Fotheringham : Nous avons examiné le rapport et nous avons bien compris son contenu, et nous sommes également favorables aux recommandations. En notre qualité de partie prenante sur ce marché, notre objectif est d'ouvrir ce marché à autant de participants qualifiés que possible.

Nous pensons que ces recommandations sont positives. Nous pensons également que la culture que nous avons adoptée et enrichie ici, au Canada, serait favorable à ces changements. Lorsqu'on parle à des administrateurs de fonds de couverture, lorsqu'on parle à des intervenants sur le marché boursier, on a l'impression que c'est quelque chose que les gens accueillent favorablement, qu'ils ne sont pas fermés à l'idée de ce grand axe qui a été recommandé. Ils sont également très conscients du fait que le secteur est déjà fort bien administré et que le marché ne comporte guère de risques graves. Je dirais que l'impression en général, c'est qu'il y a effectivement un appui pour ce genre de choses.

Le sénateur Harb : C'est précisément cela que je voulais dire, en ce sens qu'ils ne disent pas si oui ou non il faut aller dans ce sens. Ils disent qu'il faudrait y songer. Y avez-vous songé et, si vous y avez songé, qu'avez-vous décidé? Peu importe votre réponse — si vous avez pris une décision dans ce sens — à votre avis est-il préférable qu'il y ait une autoréglementation dans le contexte de la bourse ou faudrait-il que cette réglementation émane du gouvernement, sous forme de procédures réglementaires ou législatives?

Pensez-vous qu'il faille faire quelque chose en ce qui concerne l'enregistrement des fonds de couverture? Dans l'affirmative, qui devrait se charger de cet enregistrement, qui devrait se charger de faire appliquer le mécanisme?

M. Fotheringham : Comme je l'ai déjà signalé, notre rôle à nous, les opérateurs de marchés, consiste à faciliter les transactions. Nous avons décidé de confier la réglementation à nos services de réglementation, et nous fonctionnons tous autant que nous sommes sous l'œil des organismes provinciaux de réglementation, ceux de la province dans laquelle nous sommes établis.

Notre opinion est que nous allons nous concentrer sur notre activité sur le marché. Les infrastructures nécessaires dans ce sens existent déjà. Il existe une bonne communauté de gens très ouverts qui se penchent déjà sur cette question. Les services de réglementation aussi. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et toutes les autres commissions provinciales homologues, tout comme le Bureau du surintendant des institutions financières et la Banque du Canada l'ont parfaitement compris. Un certain nombre de gens ont déjà l'œil sur cette industrie et veulent qu'elle prenne de l'expansion.

Du point de vue du Groupe TSX, nous n'imposerions pas une réglementation. Nous confierions plutôt cela à des experts qui comprennent parfaitement le système et qui peuvent l'appliquer le plus efficacement.

Senator Harb: Who would that be? If the Investment Dealers Association, which represent a wide variety of organizations, said that consideration should be given to regulating, is it we who should look at that? Is it you? Who should do it? That is an important and relevant point in our deliberation. If it is up to me, I would say: "if it's not broken, don't fix it; leave it alone. It seemed to be going all right."

Following the committee's trip to New York, I was horrified to hear the stories and the different discussions that are taking place in Europe. Everyone seems to be saying there is a fire. We are quite relieved to find out here that things are going smoothly. As you can appreciate, we are concerned because we do not want someone at some future point saying, "We warned you. We told you there was a problem."

Given the fact that the task force did not take a firm position on this particular issue but rather left it to someone else, in your estimation, who should that someone else be? Is it we? You said you support the task force's recommendation. In their recommendation they talk about conflict of interest and disclosures and even, which puzzled me, the fact that they want hedge funds to describe their structure and their investment strategy. I think that is none of anyone's business. My strategy is my strategy. That is how forceful they were and how open they were in terms of their recommendation. I am intrigued by the recommendation that that consideration should be given. The question is by whom. Who should do that?

The Chairman: Mr. Fotheringham, I think Senator Harb sums up our dilemma in an interesting way. We know there are some problems. There is recognition of some problems. The question is who is to take responsibility for solving the problems and applying some regulatory oversight that is not presently there? It is like a game. The ball is in the middle. Everyone agrees the ball should be moved, but the ball is not moving; or is it? I think that is a way of putting it in common parlance.

Mr. Fotheringham: I speak as a market participant as opposed to as a market operator. As a TSX operator, we facilitate the trade and that is what we are focused on. As a market participant who is interested in the healthy operation of our markets, it is in our best interests to promote a healthy operation of the market. I would say that the current structure that supports self-regulatory organizations is a good one. I think that it is a matter of those organizations getting together and coordinating their efforts. While there is not a screaming problem today, I think it is always best to be looking forward. I agree with all of the assessments that the stability of the market is not at risk; however, we should be continuing to look at new ways to do things better.

Senator Goldstein: Your description of the manner in which trading is taking place today brings to mind a collateral issue, which is the simple, ordinary retail investor, Joe or Josephine

Le sénateur Harb : Mais qui donc? Si l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières qui représente une très large palette d'organismes venait à déclarer qu'il faudrait songer à réglementer ce domaine, est-ce nous qui devrions nous en charger? Est-ce vous? Qui devrait le faire? Pour nos travaux, il s'agit d'une question importante et tout à fait pertinente. S'il n'en tenait qu'à moi, je dirais : « si tout va bien, pourquoi intervenir? Laissons le système en paix. Tout semble fort bien fonctionner. »

Dans la foulée du déplacement que le comité a fait à New York, j'ai été catastrophé d'entendre parler de tout ce qui se passait et se disait en Europe. Tout le monde en effet semble dire qu'il y a urgence. Personnellement, nous sommes relativement soulagés de constater qu'ici, les choses semblent aller rondement. Comme vous le comprenez probablement, nous avons nos inquiétudes parce que nous ne voudrions pas qu'à un moment donné, quelqu'un vienne nous dire : « Nous vous avions averti. Nous vous avions bien dit qu'il y avait un problème. »

Étant donné que le groupe de travail n'a pas vraiment pris position à ce sujet, confiant plutôt, comme vous semblez le dire, à quelqu'un d'autre le soin de le faire, qui pourrait être ce quelqu'un d'autre? Nous? Vous avez dit que vous étiez favorable aux recommandations du groupe de travail. Dans ces recommandations, le groupe de travail parle de divulgation et de conflit d'intérêts et même, ce qui m'a interloqué, du fait qu'il voulait que les fonds de couverture en viennent à décrire leur structure et leur stratégie d'investissement. À mon avis, cela ne regarde personne. Ma stratégie, c'est ma stratégie. Mais dans ses recommandations, le groupe de travail a été extrêmement direct et extrêmement ouvert aussi. La recommandation qui disait qu'il faudrait y songer m'intrigue beaucoup parce que ce que je me demande qui devrait y songer. Qui devrait s'en charger?

Le président : Monsieur Fotheringham, je crois que le sénateur Harb résume notre dilemme d'une façon intéressante. Nous savons qu'il y a certains problèmes. On reconnaît certains de ces problèmes. La question est de savoir qui se charge de résoudre les problèmes et de mettre en place un régime réglementaire de surveillance. Si vous me permettez l'analogie, c'est comme un jeu. La balle est au milieu. Tout le monde est d'accord pour dire que la balle devrait bouger, mais la balle ne bouge pas; n'est-ce pas?

M. Fotheringham : Je parle à titre de participant au marché, et non à titre d'opérateur de marché. Comme opérateur du TSX, nous facilitons la transaction, et c'est ce sur quoi nous nous concentrons. À titre de participant au marché qui a à cœur l'opération saine de nos marchés, il est dans notre intérêt de promouvoir une opération saine du marché. Je dirais que la structure actuelle qui appuie les organismes d'autoréglementation est bonne. Je crois qu'il faut que ces organismes se mobilisent et coordonnent leurs efforts. Bien que le problème ne soit pas criant aujourd'hui, je crois qu'il est toujours préférable de regarder vers l'avenir. Je suis d'accord avec tous ceux qui disent que la stabilité du marché n'est pas menacée; toutefois, nous devrions continuer à chercher de nouvelles façons de mieux faire les choses.

Le sénateur Goldstein : Votre description de la façon dont l'opération se fait aujourd'hui soulève une question connexe, soit la situation des épargnants simples et ordinaires, monsieur et

Jones, some place in Canada, who has saved up a few dollars, wants to go in the market, has a bit of sophistication, looks at price earnings ratios and compares them to the general market in that industry, takes a look at the dividend records and the earnings records of the company and does all the diligent things that an ordinary, somewhat sophisticated investor would do rather than simply looking around for a tip and buying.

That retail investor, from what you describe, has become a cork in the ocean and he or she is bobbing as a function of what the mutual funds are doing, what the private investment people are doing and what the hedge funds are doing and she or he has absolutely no control over what is going on with his or her investment. That is a bit disturbing, unless you can find some way that the investor who wants to know what is happening in a particular industry or with a specific stock is able to find out via the transparency of those big traders. That is a contradiction in terms, because the big traders, the hedge funds, are not willing, for obvious and appropriate reasons, to divulge their proprietary algorithms. They are not interested in telling anyone, except perhaps every quarter or every half year or every year, what stocks they are in, not only stocks, but what investments they are in, to what extent they are in them or whether they are short or long on them.

What is happening to the ordinary retail person in all of this?

Mr. Fotheringham: It is important to keep the retail investor in mind because the retail investor is a vital market participant and very important to our business as well as to the health of the Canadian capital market. I believe that the retail investor who has a firm view and is applying their strategies from a fundamental perspective, understanding the growth of the company and understanding their long-term objectives, is served by this market and is not harmed by the algorithmic trading. Given that they have different return objectives, different strategies, the retail investor tends to have a longer horizon, and a fundamental approach is much more appropriate to them.

Also, to the extent that they are working through an adviser who knows their client and can direct them to the right investments for them, intelligent investments for them, reconciled with their risk profile, I think the retail investor is served very well by this marketplace.

When algorithmic trading is applied to the market place, you not only get better liquidity, but also better price discovery, because the algorithms can act against the fundamentals for only so long. I think the retail investor is well served by the marketplace and is not hurt by these strategies.

Senator Goldstein: Is there any way one can respect the need of hedge funds to keep their strategies and the algorithms that reflect those strategies secret because they are proprietary, on the one hand, and on the other find a way that the retail investor can nevertheless get an understanding, if he or she so desires, of what kind of trading, not only generically but in terms of particular vehicles, the hedge funds are using? I am thinking, for instance, of

madame tout-le-monde, quelque part au Canada, qui ont épargné quelques dollars, veulent l'investir sur le marché, et qui, pouvant faire la part des choses, examinent les coûts efficients de capitalisation des bénéfices et les comparent au marché général dans cette industrie, examinent les relevés des dividendes versés et les bénéfices de la compagnie et prennent toutes les précautions que les investisseurs ordinaires et quelque peu avertis prendraient au lieu de simplement chercher un tuyau et d'acheter.

Selon ce que vous dites, l'épargnant est maintenant à la merci des fonds communs de placement, des investisseurs privés et des fonds de couverture et n'a absolument aucun contrôle sur son investissement. C'est quelque peu dérangeant, à moins de trouver une façon pour l'investisseur qui veut savoir ce qui se passe dans une industrie en particulier ou concernant des actions précises, d'obtenir de l'information grâce à la transparence de ces grands négociateurs. C'est contradictoire, parce que les grands négociateurs, les fonds de couverture, ne veulent pas, et ce, pour des raisons évidentes et appropriées, divulguer leurs algorithmes commerciaux. Ils ne veulent pas divulguer, sauf peut-être à chaque trimestre, aux six mois ou à chaque année, où ils investissent, dans quelle mesure et pour combien de temps.

Qu'en est-il de l'épargnant ordinaire dans tout cela?

M. Fotheringham : Il est important de ne pas oublier l'épargnant, parce que celui-ci est un participant essentiel au marché, et il est très important pour notre industrie, de même que pour la santé du marché financier canadien. Je crois que l'épargnant qui a une vision claire et qui applique ses stratégies fondées sur des principes fondamentaux, qui comprend la croissance de la compagnie et ses objectifs à long terme est bien servi par ce marché et ne subit pas de torts attribuables à la négociation algorithmique. Comme ils ont différents objectifs de rendement et différentes stratégies, les épargnants ont tendance à avoir de plus grandes visées, et une approche fondamentale est beaucoup mieux appropriée pour eux.

Aussi, dans la mesure où ils travaillent avec un conseiller qui connaît bien ses clients et peut les diriger vers les bons investissements, des investissements intelligents pour eux, compte tenu de leur profil de risque, les épargnants sont selon moi très bien servis par ce marché.

Lorsque la négociation algorithmique est appliquée au marché, on obtient non seulement une meilleure liquidité, mais aussi une meilleure détermination des prix, parce que les algorithmes peuvent agir contre les données fondamentales pendant un certain temps seulement. Je crois que l'épargnant est bien servi par ce marché et ne subit pas de torts en raison de ces stratégies.

Le sénateur Goldstein : Y a-t-il une façon de respecter la nécessité pour les fonds de couverture de maintenir leurs stratégies et les algorithmes connexes secrets parce qu'ils sont exclusifs et du même coup de trouver une façon pour les épargnants d'avoir une idée générale des véhicules financiers dont le fonds de couverture se sert? Je pense, par exemple, à une technique qui ne nous permettrait pas de savoir ce qu'un fonds de couverture fait

some sort of delay technique where you cannot find out today what a hedge fund is doing today but you can find out three months hence what the hedge fund did. Would that be adverse to the interests of the hedge funds?

I am very concerned about the retail investor who has put money into the Canadian market and invested pension savings and life savings in the market having absolutely no knowledge of what is going on with his investment.

Mr. Fotheringham: It is important that retail investors reconcile their investment strategy with their personal objectives. Their personal objectives should drive their execution. On the institutional side, to link it to your question, agreements have often been developed where the actual executions will be divulged on a delayed basis. They could be exposed to the clients three months after the fact. It is random, but there are opportunities where that can be negotiated. I think it is better for the retail investor, if he is going to invest in a hedge fund, to understand the objectives of that fund and to understand the strategies that that fund will apply. In the case of exchange traded hedge funds, investors should understand the prospectus and be sure that it reconciles with their objective. The true test is the performance of that fund net of fee to ensure that it is satisfying the objective.

Senator Goldstein: Are you saying that, instead of buying CP, Bell or other household names with which he is comfortable from the long-range perspective because those are solid, sophisticated stocks that will not disappear from the scene, the retail investor is better off buying a mutual fund with objectives that appear to meet his objectives, or buying, if he can and if he qualifies, a hedge fund, to the extent that those are available given the limitations, and rely on the investment philosophy of the hedge fund or the mutual fund?

Mr. Fotheringham: It is very personal. When investment advisers sit down with individuals they must understand the clients' risk profile. It is right for some people but not for others. There are those who can devote the time, energy and intellectual capital to picking their own stock portfolio. Others are more focused on strategies, and that may be the individual who would suit a hedge fund. There are also those who buy and hold and go to the beach and who would rather look at another investment vehicle.

Investing is very individual and it comes down to knowing your client and ensuring that your investment profile fits your risk appetite and your long-term investment objectives.

Senator Goldstein: I know that brokers try very hard to follow the know-your-client rule. It is a wholesome rule, but sometimes individual investment advisers are prone to actions that do not necessarily comply with the needs of the investor; therefore, total reliance on one's broker is not necessarily a wise move.

aujourd'hui, mais qui permettrait de savoir trois mois plus tard ce que le fonds a fait. Est-ce que cette technique irait à l'encontre des intérêts des fonds de couverture?

Je me soucie de l'épargnant qui a investi de l'argent dans le marché canadien et qui a investi ses épargnes pour la retraite et toutes ses économies dans le marché, et ce, en ne sachant aucunement ce qui se passe avec son investissement.

M. Fotheringham : Il est important que les épargnants réconcilient leur stratégie d'investissement avec leurs objectifs personnels. Leurs objectifs personnels devraient déterminer leurs actions. Du côté institutionnel, pour répondre à votre question, il arrive souvent que soient conclues des ententes prévoyant la divulgation des transactions à retardement. Ces données peuvent être divulguées aux clients trois mois plus tard. Il s'agit d'une pratique aléatoire, mais cette sorte d'entente peut être négociée. Je crois qu'il est préférable pour l'épargnant, s'il désire investir dans un fonds de couverture, de comprendre les objectifs de ce fonds et de comprendre les stratégies appliquées par ce fonds. Dans le cas des fonds de couverture cotés en bourse, les investisseurs devraient comprendre le prospectus et avoir la certitude que celui-ci concorde avec leurs objectifs. Le rendement net du fonds demeure la véritable façon de vérifier que le fonds satisfait aux objectifs.

Le sénateur Goldstein : Dites-vous qu'au lieu d'acheter des actions du CP, de Bell ou d'autres actions canadiennes avec lesquelles il est à l'aise à long terme parce qu'elles sont fortes, réputées et ne disparaîtront pas du marché, l'épargnant est mieux d'investir dans un fonds commun de placement avec des objectifs qui semblent concorder aux siens, ou d'acheter, s'il le peut et s'il est admissible, un fonds de couverture, dans la mesure où celui-ci respecte les limites données, et de se fier sur la philosophie d'investissement du fonds de couverture ou du fonds commun de placement?

M. Fotheringham : C'est une question très personnelle. Lorsque les conseillers en investissement rencontrent des clients, ils doivent comprendre leur profil de risque. Ces fonds conviennent à certaines personnes, mais pas à d'autres. Il y a ceux qui consacrent le temps, l'énergie et les ressources intellectuelles nécessaires pour composer leur propre portefeuille d'actions. D'autres se concentrent davantage sur les stratégies, et les fonds de couverture conviennent peut-être à ces gens. Il y a aussi ceux qui optent pour la stratégie d'achat à long terme, qui vont à la plage et qui préféreraient trouver un autre véhicule d'investissement.

Il s'agit d'une question très personnelle. Il faut connaître ses clients et voir à ce que leur profil d'investissement corresponde à leur tolérance au risque et à leurs objectifs d'investissement à long terme.

Le sénateur Goldstein : Je sais que les courtiers tentent très fort de suivre la règle de la notoriété du client. Il s'agit d'une règle saine, mais parfois, des conseillers en investissement ont tendance à prendre des mesures qui ne respectent pas nécessairement les besoins de l'investisseur; il n'est donc peut-être pas nécessairement sage de se fier entièrement à son courtier.

Mr. Fotheringham: That is why regulatory bodies, which regulate sales techniques and the conduct of individual brokers in the investment community, have to step up and ensure that there is enforcement of the rules.

Senator Campbell: I am neither sophisticated nor knowledgeable in this area, but as I listen to you I have a vision of walking into a casino with various ways of gambling. The stock exchange provides that. It used to be a place to buy stock, but now it is derivatives, hedge funds and all the rest.

Are you familiar with the Alternative Investment Management Association?

Mr. Fotheringham: Yes.

Senator Campbell: They said that, in terms of regulation, Canadian security regulators appear to be coming to the conclusion that the current regulatory framework for the hedge fund industry in this country is appropriate and indeed is superior to that of many other jurisdictions. Do you agree with that statement?

Mr. Fotheringham: I agree with the direction, yes.

Senator Campbell: Then, having read an article on Amaranth, I come to the conclusion that everyone involved in this won, except for the investor. In fact, they will now start up new hedge funds. You lose billions of dollars and suddenly you are a success.

How does the stock exchange ensure that an investor going into a hedge fund will not get done like yesterday's dinner, like Amaranth?

Mr. Fotheringham: This gives me the opportunity to clarify. If I have left the impression that the TSX is a casino, I have done a terrible disservice to —

Senator Campbell: No, you didn't, and I did not say that. However, as someone who is not sophisticated, I know that blackjack, roulette and Texas hold'em each have a different risk level. I may be a great Texas hold'em player, but I am not that great at black jack. In my youth, the stock market was a place where one would invest in Bell Canada, for instance, because it is blue chip and it returns X amount. Now I can get into derivatives and many other things with the quick trade you are talking about. It scares me to think how many people are getting into this because of the opportunity for a huge return but not being aware of the downside. You can take a huge bath on money that you cannot afford to play with, that is for retirement or for your children's education.

Mr. Fotheringham: I must clarify that the hedge fund traders, the algorithmic traders, are participants on our exchange. They are one of many participants operating on a daily basis on our exchange. The key for the TSX is to attract good quality

M. Fotheringham : C'est pourquoi les organismes de réglementation, qui réglementent les techniques de vente et le comportement des courtiers en investissement, doivent intervenir et voir à ce que les règlements soient appliqués.

Le sénateur Campbell : Je n'ai ni expérience ni connaissance dans ce domaine, mais en vous écoutant, je me vois entrer dans un casino et avoir plusieurs options de jeu. Le marché boursier offre ces options. À l'origine, on y achetait des actions, mais aujourd'hui, il y a les produits dérivés, les fonds de couverture, et cetera.

Connaissez-vous l'Alternative Investment Management Association?

M. Fotheringham : Oui.

Le sénateur Campbell : Elle a dit que, pour ce qui est de la réglementation, les organismes canadiens de réglementation du commerce des valeurs mobilières semblent en venir à la conclusion que le cadre de réglementation actuel pour l'industrie des fonds de couverture de ce pays est approprié et est en fait supérieur à celui de nombreuses autres administrations. Êtes-vous d'accord?

M. Fotheringham : En gros, oui.

Le sénateur Campbell : Donc, ayant lu un article sur Amaranth, j'en viens à la conclusion que toutes les parties impliquées ont gagné, sauf l'investisseur. En fait, de nouveaux fonds de couverture verront le jour. Vous perdez des milliards de dollars et soudainement, vous obtenez du succès.

Comment le marché boursier voit-il à ce que les gens qui investissent dans les fonds de couverture ne se fassent pas avoir, comme dans le cas d'Amaranth?

M. Fotheringham : J'aimerais apporter des précisions. Si je vous ai donné l'impression que le TSX était un casino, j'ai rendu un très mauvais service à...

Le sénateur Campbell : Non, vous n'avez pas donné cette impression, et ce n'est pas ce que j'ai dit. Je ne suis pas expert, mais je sais que le blackjack, la roulette et le Texas hold'em comportent chacun un niveau de risque différent. Je peux être excellent au Texas hold'em, mais pas autant au blackjack. Lorsque j'étais jeune, le marché boursier servait à investir dans Bell Canada, par exemple parce que c'était une valeur sûre et qu'il vous reviendrait X montant d'argent. Aujourd'hui, on peut investir dans des produits dérivés ou autres, avec les transactions rapides dont vous parliez. Je frissonne en pensant au nombre de gens qui investissent dans ces fonds en raison de la possibilité d'obtenir un rendement important sur leur investissement, sans être au courant des désavantages. Les gens risquent de l'argent qu'ils ne peuvent pas se permettre de perdre, c'est-à-dire leur fonds de retraite ou pour les études de leurs enfants.

M. Fotheringham : Je dois vous dire que les négociateurs des fonds de couverture et les négociateurs algorithmiques sont des participants à notre marché. Ils comptent parmi les nombreux participants qui transigent quotidiennement sur notre marché.

companies to list that are financially sound and represent the economy well. We have carved out a niche in mining, oil and gas. We have also been promoting structured products in ATS.

Our goal as a market operator is to get good quality companies. Once they are on the exchange, we ensure that they are traded efficiently and transparently so that all price discovery is out there and people can see the fair price. The retail investor can feel that they are fairly treated. They see the same price that the algorithmic trader sees.

Our goal is to develop liquid, transparent, quality markets regulated to the extent that we allow qualified individuals to trade and service the investment community. The investment strategies that are applied outside of that and may be articulated on our exchange are a different matter.

Senator Campbell: We are one of the largest oil and gas exchanges in the world.

Mr. Fotheringham: That is right.

Senator Campbell: Amaranth was mainly natural gas. You are looking into a crystal ball and trying to guess what will take place in March. How cold will it be? How much gas will be needed? If you win, you make a huge amount of money. If the trader loses, he does not lose anything. You get $75 million for producing a $1.26-billion profit. If you lost that, you don't lose any money, you just do not get your bonus. That is the part that bothers me. It is a crap shoot.

How do you ensure that the TSX does not have an Amaranth like we had a Bre-X? How can investors be confident that they are being looked after when this ongoing industry, at least in natural gas, is really just trying to guess what will happen in the future?

Mr. Fotheringham: There is a legitimate need for speculators or liquidity providers; they are necessary in the marketplace. As I noted earlier, if everyone were on one side of the trade the market would be one-directional and that is not healthy.

TSX focuses on the 116 participating organizations to ensure they are quality organizations and have passed the test in order to be become members of our exchange or participating organizations on our exchange.

Senator Campbell: I do not disagree that you need liquidity providers, but should they not be the sophisticated investors, the people prepared to go out there and take the risks? They should not unsophisticated investors or people who simply want to have a portfolio where they get an 8 per cent or 9 per cent return.

L'objectif du TSX est de coter des entreprises de grande qualité qui sont en bonne santé financière et qui représentent bien l'économie. Nous avons fait de l'industrie minière, pétrolière et gazière notre créneau. Nous avons aussi fait la promotion de produits structurés dans ATS.

Notre objectif d'opérateur de marché est d'obtenir des entreprises de bonne qualité. Lorsqu'elles sont sur le marché, nous voyons à ce qu'elles fassent l'objet de transactions efficaces et transparentes et à ce que tous les prix soient connus et que les gens puissent voir le prix juste. L'épargnant peut sentir qu'il est traité de façon équitable. Ils voient le même prix que le négociant algorithmique.

Notre but est d'élaborer des marchés liquides, transparents et de qualité réglementés dans la mesure où nous permettons aux personnes admissibles de transiger et de servir la communauté des investissements. Les stratégies d'investissement qui sont appliquées à l'extérieur de ce cadre et qui peuvent se traduire sur notre marché constituent une tout autre question.

Le sénateur Campbell : Nous avons l'un des plus importants marchés de pétrole et de gaz au monde.

M. Fotheringham : C'est exact.

Le sénateur Campbell : Amaranth investissait surtout dans le gaz naturel. On regarde dans la boule de cristal et on tente de deviner ce qui va arriver en mars. Fera-t-il froid? Combien de gaz sera nécessaire? Si vous gagnez, vous gagnez d'importantes sommes d'argent. Si le négociateur perd, il ne perd rien du tout. Le négociateur obtient 75 millions de dollars pour avoir généré 1,26 milliard de dollars de profits. Si le négociateur perdait cette somme, il ne perdrait pas d'argent; il n'aurait tout simplement pas de prime. C'est ce qui me dérange. C'est un coup de dé.

Que faites-vous pour faire en sorte que le TSX ne vive pas une expérience Amaranth ou ne vive pas un autre Bre-X? Comment les investisseurs peuvent-ils avoir la certitude que leurs intérêts sont protégés lorsque l'industrie, du moins pour ce qui est du gaz naturel, tente simplement de deviner ce qui va se passer à l'avenir?

M. Fortheringham : Les spéculateurs ou fournisseurs de liquidités satisfont à un besoin légitime; ils sont nécessaires sur le marché. Comme je l'ai dit précédemment, si tout le monde était du même côté du marché, le marché serait unidirectionnel et ce ne serait pas sain.

Le TSX se concentre sur les 116 organismes participants pour vérifier qu'il s'agit d'organismes de qualité qui ont passé les tests avant de faire partie de notre marché ou de faire partie d'organismes sur notre marché.

Le sénateur Campbell : Je suis d'accord pour dire qu'il faut des fournisseurs de liquidités, mais ne devrait-il pas s'agir d'investisseurs avertis, de gens qui sont prêts à prendre des risques? Il ne devrait pas s'agir d'investisseurs débutants ou de gens qui veulent simplement avoir un portefeuille avec un rendement de 8 ou 9 p. 100.

Mr. Fotheringham: This goes back to the know-your-client rule and to making sure that your investment advisor puts you in a fund or a vehicle that articulates your risk profile and investment objective properly. We cannot regulate bad judgment.

Senator Campbell: I do not think you can because the bad judgment is based on greed. If someone says, "I can get you 30 per cent," I will be on it like a rash. If it does not happen, who is to blame? Me. I was greedy and I wanted to go out there and do that.

The Chairman: Senator Campbell, there is a guideline between sophisticated and unsophisticated investors. Previously in the committee we debated how large the quantum of the investor should be. The benchmark used to be $150,000 or $125,000 in Canada to become a sophisticated investor. Now they are talking about $2.5 million. There is an active debate on where you draw the line between unsophisticated and sophisticated.

Senator Campbell: That would mean, then, that everyone involved in Amaranth who lost their money all had $2.5 million and they were all sophisticated investors?

The Chairman: Most of them in Amaranth in the U.S. were sophisticated investors.

Senator Campbell: How many hedge funds are not using that basis?

The Chairman: Hopefully, senator, this will be the subject matter of our own considerations of what our recommendations will be.

Senator Campbell: I want to make clear that I was not suggesting in any way, shape or form that the TSX was involved in fraud here. I used Bre-X because it was an example of a company that was able to keep everyone outside of it. I was not suggesting that the TSX is in any way a fraud. I think the TSX is a great organization and they should be commended for what they are doing and for being able to be in the top five in the world. My concern is strictly for the investor.

Mr. Fotheringham: I appreciate the clarification, because I do have to go back to work tomorrow.

The Chairman: You have heard a great commendation for the TSX from Senator Campbell, a former mayor of the City of Vancouver.

We have talked about transparency and about liquidity, in which we are interested. I am curious about one of your comments about governance. As Senator Angus pointed out, governance issues are a concern to us as they relate to the economy. We are concerned about the disparity between what workers make now and what CEOs make. The disparity in

M. Fortheringham : Je reviens à la règle de la notoriété du client et à l'obligation de s'assurer que son conseiller financier investisse dans un fonds ou un véhicule financier qui tient compte de son profil de risque et de ses objectifs d'investissement. On ne peut pas réglementer le mauvais jugement.

Le sénateur Campbell : Je ne crois pas que ce soit possible, parce que le mauvais jugement est fondé sur la cupidité. Si quelqu'un dit « Je peux vous obtenir un rendement de 30 p. 100 », bien sûr que je vais me précipiter. Si je n'obtiens pas ce résultat, qui est à blâmer? Moi. J'ai fait preuve de cupidité et j'ai bien voulu prendre ce risque.

Le président : Sénateur Campbell, il y a des lignes directrices différentes pour les investisseurs avisés et les débutants. Le comité a déjà parlé du montant qu'un investisseur devrait investir. À l'époque, selon les balises établies il fallait avoir 150 000 ou 125 000 $ pour être considéré comme un investisseur averti. Aujourd'hui nous parlons plutôt de 2,5 millions de dollars. Le débat est ouvert à savoir où se situe la limite entre investisseur averti et investisseur débutant.

Le sénateur Campbell : Cela voudrait alors dire que tous ceux qui étaient impliqués dans Amaranth et qui ont perdu leur argent avaient tous 2,5 millions de dollars et étaient des investisseurs avertis?

Le président : La plupart des gens impliqués dans Amaranth aux États-Unis étaient des investisseurs avertis.

Le sénateur Campbell : Combien de fonds de couverture ne se servent pas de ces balises?

Le président : Sénateur, nous espérons qu'il s'agira du sujet que nous prendrons en considération lors de la formulation de nos recommandations.

Le sénateur Campbell : Je voulais que ce soit clair que je ne laissais pas entendre d'aucune façon que ce soit que le TSX était impliqué dans un cas de fraude. Je me suis servi de l'exemple de Bre-X parce que cette compagnie a réussi à tout garder à l'interne. Je ne laissais pas entendre que le TSX avait commis de la fraude. Je crois que le TSX est une organisation extraordinaire qui devrait être félicitée pour ce qu'elle fait et pour avoir réussi à se placer parmi les cinq premiers au monde. Je m'inquiète strictement pour les investisseurs.

M. Fortheringham : Je vous remercie des précisions, parce que je dois retourner au travail demain.

Le président : Vous avez entendu de chaudes félicitations adressées au TSX de la part du sénateur Campbell, un ancien maire de la Ville de Vancouver.

Nous avons parlé de transparence et de liquidités, ce qui nous intéresse. J'aimerais en savoir davantage sur l'un de vos commentaires concernant la gouvernance. Comme le sénateur Angus l'a indiqué, les questions de gouvernance sont une préoccupation pour nous puisqu'elles sont liées à l'économie. Nous sommes préoccupés par la disparité entre le salaire des

Canada is great but not as great as in the United States where it is out of sight. We are concerned about that issue and we may be addressing that.

An article appeared in the last ten days about leveraged buyouts and where brokerage companies — and I use these words carefully — where hedge funds and brokers got together with respect to buying or taking over a leveraged buyout company and the share owners' votes were lent for the purposes of takeover. That is a serious problem, because we in this committee and in Canada believe there is shareholder democracy. If you buy a share you are entitled to know what is happening and you are entitled to vote those shares.

Are you familiar with what happened in the United States? It was on the front page of *The Wall Street Journal* within the last 10 days. It was a shock to us because we had been to New York and had not uncovered the practice of lending votes without the knowledge or the ascent of the shareholder to a leverage buyout. A person buys shares in a company and through a leverage fund invests in the company. Then that company buys shares. That is all methodology to which we do not object. Then — I do not like to use the word "conspire"; it is not appropriate — they agree for value to take a fee in order to lend those votes for the purpose of a takeover. That strikes me as being contrary to our entire theory of corporate democracy.

Do you have comments about that?

Mr. Fotheringham: I will speak as someone who is involved in the market as a portfolio manager as opposed to as a representative of the TSX. At TSX we are trading the securities and do not lend or borrow. We facilitate the trade.

As a fund manager, securities lending was an important part of our business. It allowed those who wanted to go short to facilitate that trade. For a fee they could borrow to facilitate the trade. Those who were lending were able to add incremental income, especially those who were pension funds and had long-term horizons, a five- or ten-year investment horizon.

To the extent that securities lending is used in that way, it is a healthy function. It helps facilitate trade and it is a more efficient operation of the market. That is the perspective I can speak on.

The Chairman: Do you find the practice offensive to our general principles of shareholder democracy and transparency?

As an example, there is a leverage buyout and a company is taken over. If the company that is taken over or merged is not aware that the shareholdings that can determine its fate are now

travailleurs et celui de la direction. La différence au Canada est importante, mais pas autant qu'aux États-Unis. Nous sommes inquiets par rapport à cette question, et nous pourrions très bien l'aborder.

Au cours des 10 derniers jours, un article a été publié sur les acquisitions par emprunt. On y expliquait que des entreprises de courtage — et je choisis mes mots avec soin — des fonds de couverture et des courtiers ont travaillé en partenariat dans le but d'acheter ou de prendre le contrôle d'une entreprise acquise par emprunt et que des votes des propriétaires d'actions ont été traités aux fins de la prise de contrôle. Il s'agit d'un problème grave, parce que le comité et le Canada croient en la démocratie chez les actionnaires. Si vous achetez une action vous avez le droit de savoir ce qui se passe et vous avez le droit de voter en fonction des actions que vous détenez.

Êtes-vous au courant de ce qui est arrivé aux États-Unis? Cela a fait la une du *Wall Street Journal* au cours des dix derniers jours. Nous avons été renversés parce que nous étions allés à New York et ne connaissions pas la pratique de prêter des votes sans la connaissance ou le consentement de l'actionnaire pour une acquisition par emprunt. Un particulier achète des actions d'une société et investit dans celle-ci au moyen d'un financement renouvelable. Ensuite, la société en question achète des actions. Jusque là, il n'y a à notre avis rien de répréhensible. Ensuite — et je n'utiliserai pas le mot « comploter », car il n'est pas approprié — on s'entend pour prêter ces votes dans le but d'une acquisition. Cette manœuvre me semble contrevenir au principe même du fonctionnement démocratique des sociétés.

Qu'en pensez-vous?

M. Fotheringham : Je vais répondre en tant que gestionnaire de portefeuille plutôt qu'en tant que représentant de la Bourse de Toronto. À la Bourse de Toronto, nous faisons des transactions de valeurs mobilières; nous ne faisons pas d'emprunt ni de prêt. Nous facilitons simplement les transactions.

À titre de gestionnaire de fonds, je dirais que les prêts de titres sont un volet important de nos activités. Cela nous permet de faciliter la tâche à ceux qui optent pour la vente à découvert. En contrepartie de certains honoraires, ils pouvaient emprunter pour faciliter leurs transactions. De leur côté, les prêteurs pouvaient augmenter leurs recettes, particulièrement s'il s'agit de placements à long terme en fonction d'un horizon de cinq ou dix ans.

Tant qu'il se fait de cette façon, le prêt sur titres est tout à fait valable. Il facilite les transactions et améliore l'efficacité du marché. Voilà la perspective que je peux commenter.

Le président : Croyez-vous que cette pratique va à l'encontre des principes généraux de la participation démocratique des actionnaires et de la transparence?

Prenons le cas, par exemple, de la prise de contrôle d'une compagnie par emprunt. Si la société visée par la prise de contrôle ou la fusion ne sait pas que les actions dont dépend son sort ont

loaned and not in transparent hands and therefore cannot counteract by having a fair response to votes that will go a different way, that does not pass my smell test.

You may be right. The market is working efficiently and quickly and sometimes the market working effectively does not necessarily mean it is consistent with shareholder democracy. That is my issue. An unfair takeover may have taken place without those shareholders' being able to defend their corporate entity against an unfair takeover. Those are rules in the marketplace. Do you have comment about that? I ask you from a market side.

Mr. Fotheringham: Having been a market participant prior to joining TSX, my view is that you should be allowed to purchase or sell shares to articulate your view. As an investor, you should be allowed to participate in the corporate governance through your share ownership.

In order to facilitate liquidity in the marketplace and efficient trading, borrowing and lending must take place. Again, reaching back before I joined TSX, a personal opinion is that that may not be the intent or it certainly is not the desired outcome for the market to borrow shares in order to manipulate.

The Chairman: Thank you for your evidence. Obviously you can see that the committee is very interested in the subject matter and I wish to thank you very much for your knowledge and expertise and that of your organization.

Mr. Fotheringham: Thank you for having me. It was a terrific opportunity. I appreciate it.

The Chairman: I will ask our next witnesses to come to the table. Gentlemen, you can see that the committee is deeply engaged in this issue. As I mentioned earlier, the Standing Senate Committee on Banking, Trade and Commerce was in New York last October to discuss a number of issues that we are now considering within our mandate, which is the hedge funds, a sector then valued at $1.1 trillion in assets globally. We now understand from your evidence that those funds are now $1.4 trillion. The sector is growing like Topsy. We know the Canadian market has gone from a low of $25 million or $26 million up to $40 million depending on how you count it.

There is no question at all we are into a growth market for this new methodology of investing in funds. Given the scope and size of our trading relationship with the United States and the integrated nature of our economies, we think priority must be given to financial global stability. It is imperative that we as policy-makers, regulators and investors in Canada understand what is happening both in Canada and in the United States at the same time. Therefore, we are delighted now to welcome our witnesses from the Alternative Investment Management Association, AIMA.

été prêtées et qu'on ignore à qui, elle ne peut pas contrer ce mouvement en répondant favorablement aux actionnaires souhaitant une autre issue. Quant à moi, je trouve cette façon de procéder fort douteuse.

Vous avez peut-être raison. Les marchés fonctionnent rapidement et efficacement et cette efficacité n'est pas toujours compatible avec la participation démocratique des actionnaires. Voilà ce qui me rebute. Une société peut faire l'objet d'une prise de contrôle injuste sans que ses actionnaires aient pu la défendre contre ceux qui souhaitaient l'acquérir. Ce sont là les règles du marché. Quelle est votre opinion à ce sujet? Je vous pose la question du point de vue du marché.

M. Fotheringham : Ayant participé au marché avant de me joindre à l'équipe de la Bourse de Toronto, je pense que chacun doit avoir le droit d'acheter ou de vendre des actions conformément à sa perspective. En tant qu'investisseur, on doit avoir le droit de participer à la gouvernance d'une société dont on détient des actions.

Pour faciliter le flux des liquidités boursières et des transactions efficaces, il faut que l'on puisse emprunter et prêter. Et toujours à titre d'ex-participant au marché boursier, avant de travailler pour la Bourse de Toronto, je crois que le but ou du moins le résultat souhaité n'est certainement pas de permettre que certains empruntent des titres afin de manipuler le marché.

Le président : Merci de votre témoignage. Comme vous pouvez le constater, notre comité est vivement intéressé par le sujet et je vous remercie de nous avoir fait bénéficier de vos connaissances spécialisées et de celles de votre organisation.

M. Fotheringham : Merci de m'avoir invité. C'était une occasion extraordinaire et je vous en remercie.

Le président : J'invite nos prochains témoins à prendre place à la table. Messieurs, vous avez pu constater que le comité étudie à fond la question. Comme je le disais tout à l'heure, le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce s'est rendu à New York en octobre dernier pour analyser un certain nombre de questions dans le cadre du mandat qui nous a été confié, notamment le secteur des fonds de couverture, dont les actifs s'élèveraient à 1,1 billion de dollars à l'échelle mondiale. Nous avons appris de votre témoignage que la valeur de ces fonds serait maintenant de 1,4 billion de dollars. Ce secteur connaît un essor fulgurant. Au Canada, le marché des fonds de couverture est passé de 25 ou 26 millions de dollars à 40 millions de dollars, selon la méthode de calcul qu'on emploie.

Il ne fait aucun doute que cette nouvelle méthodologie d'investissement dans les fonds représente un marché en pleine croissance. Étant donné l'envergure et l'importance de notre relation commerciale avec les États-Unis et la grande intégration de nos économies, nous estimons qu'on doit accorder la priorité à la stabilité financière mondiale. Il est crucial que nous, à titre de décideurs, les organismes de réglementation et les investisseurs du Canada comprennent ce qui se passe tant au Canada qu'aux États-Unis en même temps. Par conséquent, nous sommes ravis d'accueillir comme témoins les représentants de l'Alternative Investment Management Association, l'AIMA.

Tris Lett, Deputy Chair, Alternative Investment Management Association (AIMA): First, I would like to say that our chairman, Phil Schmitt, who would love to have been here today, is in the U.K. with our headquarters. They are having their global council meeting so he sends his regrets and apologizes for not being here personally.

Since you have the information about what we do, there is not much we can add. We are in the business of educating any entities that are investing or considering investing in or considering operating in the hedge fund business. We assist in the advocacy of those groups who are in the business, both from the investor side and from the service-provider side. We also deal with the regulators and we try to promulgate best practices through the information we publish and make available to our members and to all those who are concerned about what hedge funds are.

In a nutshell, that is what AIMA Canada is about. You can go to our website and find this information. It is free of charge and available to everyone.

We have heard reference today to the study done by the Canadian Securities Administrators. I do not think we need to run through that either. You have read it. Let us just go to the questions. It seems to me you have a real appetite to know what is happening in this business. Mr. Burns will give you the regulation side and I can give you the macroeconomic risk side.

The Chairman: I am unfair to you in a way because your organization is an important organization. As I understand, it is the Canadian chapter of an international organization started back in 1990. Essentially, as your heading says, it is a forum for hedge funds, managed futures and managed currencies. It is a not-for-profit organization to help in the education about and understanding of these new investment vehicles. We understand now that these chapters are growing like Topsy. There are 110 corporate members in 47 countries, so obviously this is a growth sector and you are on the cutting edge of that.

Mr. Lett: We have 1,100 corporate members now, with chapters globally.

The Chairman: Obviously the appetite and the interest are great, and we want to thank you for that.

Senator Angus: Welcome, gentlemen, it is good to see you here. I noted that you were in the room during all of the evidence of Mr. Fotheringham, so I may want to make reference to that in some questions.

First, to clarify: There is a relatively new exchange in London, England, called AIMS or AIM. Are you the same people? What is your connection with that?

Mr. Lett: We have no relationship to them.

Senator Angus: None at all. That is what I thought.

Tris Lett, vice-président, Alternative Investment Management Association (AIMA) : D'abord, je tiens à vous dire que notre président, Phil Schmitt, aurait vraiment voulu être ici avec nous aujourd'hui mais il est au Royaume-Uni, à notre siège social. On y tient une réunion du conseil mondial; il vous transmet ses regrets et ses excuses de ne pas pouvoir répondre personnellement à vos questions.

Étant donné que vous êtes déjà renseigné sur ce que nous faisons, il n'y a pas grand-chose à ajouter. Notre mission est de sensibiliser les groupes qui investissent ou qui envisagent d'investir dans des fonds de couverture. Nous aidons aussi les groupes de défense des membres du secteur, tant les investisseurs que les prestataires de services. Nous faisons aussi affaire avec les organismes de réglementation et tentons de promouvoir les pratiques exemplaires par le biais des renseignements que nous publions et que nous mettons à la disposition de nos membres et de tous ceux qui s'intéressent aux fonds de couverture.

Voilà essentiellement ce qu'est AIMA Canada. Vous trouverez aussi ces informations sur notre site web que tous peuvent consulter gratuitement.

On a déjà fait mention aujourd'hui de l'étude qui a été menée par les autorités canadiennes en valeurs mobilières. Je ne crois donc pas qu'il soit nécessaire d'en dire plus long à ce sujet. Vous l'avez lue. Nous pouvons dès maintenant répondre à vos questions. Il semble que vous vous intéressez véritablement à ce qui se passe dans notre secteur. M. Burns pourra vous donner plus de renseignements sur l'aspect réglementaire et moi, sur le risque macroéconomique.

Le président : Je suis un peu injuste à votre égard, car votre organisation est importante. Je crois savoir que la section canadienne de votre organisation internationale a été créée en 1990. Essentiellement, comme le dit l'en-tête de votre document, votre association est une tribune pour les gestionnaires de fonds de couverture, de contrats à terme gérés et de fonds de devises gérés. C'est une organisation sans but lucratif à vocation éducative et de recherche sur ces nouveaux outils d'investissement. Nous croyons aussi savoir que ces sections de votre association se multiplient rapidement. Vous comptez 110 sociétés membres dans 47 pays, ce qui indique que vous êtes à la fine pointe de ce secteur en pleine croissance.

M. Lett : Nous comptons maintenant 1 100 sociétés membres dans nos différentes sections à l'échelle du globe.

Le président : Manifestement, l'appétit et l'intérêt sont grands, et nous vous en remercions.

Le sénateur Angus : Soyez les bienvenus, messieurs. Je suis heureux de vous voir. J'ai remarqué que vous étiez présents dans la salle pendant le témoignage de M. Fotheringham; j'y ferai peut-être allusion dans mes questions.

Tout d'abord, une petite précision : il y a une nouvelle bourse à Londres qui s'appelle AIMS ou AIM. Est-ce vous? Avez-vous des liens?

M. Lett : Nous n'avons aucun lien avec cette organisation.

Le sénateur Angus : Aucune. C'est ce que je pensais.

Michael Burns, Legal Counsel, Alternative Investment Management Association (AIMA): AIM is a junior stock exchange similar to the TSX Venture Exchange. It lists developmental and start-up companies. It has absolutely no affiliation with AIMA.

Senator Angus: As you know, it has been popular as a competitor to exchanges, not only in New York but in Toronto, because they allegedly are not sticklers on Sarbanes-Oxley type restrictions, as are exchanges and regulators over here. Also, the access is less costly, I understand. Therefore, there has been quite a flight of capital over to there; I am told it is a new and quite exciting source of funds for start-ups to get in without being bankrupted before they get started with all the costs of getting organized.

There is an indirect relationship to the hedge fund industry, which is what we are interested in.

Having heard our questioning and Mr. Fotheringham's responses, is there anything you would like to take issue with or supplement?

Mr. Burns: First, I would like to say that I am happy to be here today. It is an honour to appear before this committee, and I applaud the work that you are doing. We at AIMA Canada are willing to do anything we can to foster greater public awareness of hedge funds and their activities and structures, as well as provide support on an ongoing basis.

On a personal note, it is an honour indeed for a boy from the Miramichi in New Brunswick to appear before a Senate committee.

Judging from the conversations with the prior witness and from previous testimony before this committee, I take exception to the notions that, first, hedge funds as a group are a riskier investment than other types of investment classes and, second, investors will give a hedge fund manager their money and then have absolutely no idea what the hedge fund manager will do with it.

In my experience as a securities lawyer who acts with a number of hedge funds, most hedge funds that are offered via a private placement are offered through an offering memorandum. The offering memorandum contains disclosure concerning the investment strategy.

The Chairman: Mr. Burns, stop there. We heard evidence earlier about the differentiation between those that are offered and those that are not offered through an offering. We heard the gentleman who came to us and said only a small proportion of the hedge funds go through the listing process.

Senator Angus: I do not think these offering memorandums are listed.

Senator Goldstein: They are not the same.

Michael Burns, conseiller juridique, Alternative Investment Management Association (AIMA) : AIM est une bourse des actions nouvelles semblable à TSX Venture Exchange. On y trouve des entreprises en démarrage et en développement. Elle n'est en aucune manière associée à AIMA.

Le sénateur Angus : Comme vous le savez, c'est une bourse qui a su rivaliser avec d'autres comme celles de New York et de Toronto, car il semble qu'elles n'imposent pas de restriction de type Sarbanes-Oxley, comme le font les bourses et organismes de réglementation d'ici. Aussi, je me suis laissé dire que l'accès y était moins coûteux. Par conséquent, cette bourse s'est accaparée une bonne part des capitaux. On me dit que c'est une nouvelle source de fonds qui suscite l'enthousiasme des entreprises en démarrage qui peuvent y avoir accès sans faire faillite avant même d'être en marche et d'avoir payé tous les coûts inhérents à l'organisation.

Cela a un lien indirect avec le secteur des fonds de couverture, ce qui nous intéresse.

Vous avez entendu nos questions et les réponses de M. Fotheringham; aimeriez-vous ajouter quelque chose ou remettre en question certains propos?

M. Burns : Tout d'abord, j'aimerais dire que je suis heureux d'être ici aujourd'hui. C'est un honneur pour moi de comparaître devant votre comité, et je vous félicite de votre excellent travail. Nous, à AIMA Canada, sommes disposés à faire l'impossible pour amener le grand public à mieux comprendre les fonds de couverture et leurs structures et activités, et à offrir le soutien continu dont il pourrait avoir besoin.

Sur une note plus personnelle, c'est véritablement un honneur pour un gars de Miramichi, au Nouveau-Brunswick, de témoigner devant un comité sénatorial.

D'après la conversation que vous avez eue avec le témoin précédent et les autres témoignages que votre comité a entendus, je dirais d'abord que les fonds de couverture collectivement ne constituent pas un investissement plus risqué que d'autres, comme certains l'ont prétendu, et que les investisseurs ne se contentent pas de donner leur argent au gestionnaire de fonds de couverture sans avoir la moindre idée de ce que ce dernier en fera.

D'après mon expérience comme avocat spécialisé dans les valeurs mobilières qui m'occupe d'un certain nombre de fonds de couverture, je peux dire que la plupart d'entre eux sont offerts, par le biais d'un placement privé, dans une notice d'offre. La notice d'offre contient des informations sur la stratégie d'investissement.

Le président : Monsieur Burns, je vous arrête tout de suite. Plus tôt, on nous a parlé de la distinction qu'il faut faire entre les fonds qui sont offerts dans une notice d'offre et ceux qui ne le sont pas. Un témoin nous a dit que seule une petite proportion des fonds de couverture y figure.

Le sénateur Angus : Je ne crois pas que ces notices d'offre y apparaissent.

Le sénateur Goldstein : Ce n'est pas la même chose.

The Chairman: I am talking about the question of discretion versus disclosure, the management, and if there is an offering memorandum, you have some idea of what you are about to invest in.

Give us the demarcation between those that are regulated in that fashion and those that are not. Many of them are pure private placements, other than a private offering memorandum versus a publicly registered offering memorandum.

Mr. Burns: Are you referring to the differentiation between a prospectus and an offering memorandum?

The Chairman: Yes, I am.

Mr. Burns: The majority of hedge funds are sold on a private placement basis to accredited investors. It depends on the hedge fund manager, but most will use an offering memorandum for the purpose of introducing their fund to potential investors. Under current securities legislation there is no prescribed form of offering memorandum that must be used and no prescribed content for that type of offering memorandum.

There is in certain Canadian jurisdictions an offering memorandum exemption that does contain a prescribed form for that type of document. If you are selling to accredited investors, you do not have to use an offering memorandum, but if you choose to do so, you will tend to describe in that offering memorandum the investment strategy that you intend to use.

The Chairman: We understand that. We now have 2,200 hedge funds, and we are trying to grasp what proportion of the entire marketplace of hedge funds — the universe of hedge funds — is under which degree of regulation — A, B, or C, where C is nothing other than raising some money, pure and clear, with no offering memorandum, just "Give me $2 million," or "Here is $10 million."

Mr. Burns: That category would be in the minority.

The Chairman: What percentage of the total would it be?

Mr. Burns: I would guess roughly 5 per cent of the hedge fund universe would be offered without any offering documents.

The Chairman: Are you saying that the bulk would be done through a private offering memorandum?

Mr. Burns: Right; that would be 80 per cent to 85 per cent.

The Chairman: The other portion would be through a public offering.

Mr. Burns: Yes. Those are usually organized as a closed-end trust, and they are listed on the TSX and offered under a prospectus.

The Chairman: For the bulk of them, in terms of public information, there is no regulation regarding how must disclosure the offering memorandum must give. Based on the offering memorandum, the investor chooses whether he is prepared to give the manager the level of discretion required, which is a lot of discretion based on a certain formula.

Le président : Je parle de la différence entre la discrétion et la divulgation, parce que quand il y a une notice d'offre, vous avez une idée de ce dans quoi vous investissez.

Expliquez-nous la différence entre les fonds qui sont réglementés et ceux qui ne le sont pas. La plupart sont de purs placements privés, certains sont des placements privés offerts dans une notice d'offre alors que d'autres font l'objet d'une notice d'offre enregistrée.

M. Burns : Parlez-vous de la différence entre le prospectus et la notice d'offre?

Le président : Oui.

M. Burns : La majorité des fonds de couverture sont vendus à des investisseurs accrédités par le biais d'un placement privé. Tout dépend du gestionnaire du fonds de couverture, mais la plupart présentent leurs fonds aux éventuels investisseurs dans une notice d'offre. La loi actuelle sur les valeurs mobilières ne prescrit pas de forme précise pour la notice d'offre, ni d'usage ou de contenu précis.

Dans certaines provinces canadiennes, on a prévu une exception qui s'applique à la forme des notices d'offre. Si vous vendez à des investisseurs accrédités, vous n'êtes pas tenus de vous servir d'une notice d'offre, mais si vous décidez de le faire, vous décrirez dans cette notice d'offre la stratégie d'investissement que vous comptez employer.

Le président : Nous comprenons cela. Il y a maintenant 2 200 fonds de couverture, et nous tentons de déterminer quelle proportion de tout le marché des fonds de couverture — de tout l'univers des fonds de couverture — fait l'objet d'une réglementation quelconque — A, B ou C, C consistant simplement à recueillir des fonds, sans notice d'offre, en disant simplement « donnez-moi deux millions de dollars » ou « voici dix millions de dollars ».

M. Burns : Ce genre de fonds représente une minorité.

Le président : Quel pourcentage de tous les fonds de couverture représente-t-il?

M. Burns : Je dirais qu'environ 5 p. 100 de tous les fonds de couverture sont offerts sans documents d'offre.

Le président : Voulez-vous dire que la majorité des fonds de couverture sont offerts dans une notice d'offre privée?

M. Burns : Oui, de 80 à 85 p. 100 d'entre eux.

Le président : L'autre portion se ferait par offre publique.

M. Burns : Oui. C'est habituellement organisé en sociétés d'investissement à capital fixe coté à la bourse de Toronto et offert dans un prospectus.

Le président : Pour la majorité, en ce qui concerne l'information publique, il n'y a pas de règlements sur le genre d'information que doit contenir la notice d'offre. Se fondant sur la notice d'offre l'investisseur décide s'il est prêt à donner au directeur le niveau de discrétion requis, qui est assez élevé en fonction d'une certaine formule.

Mr. Burns: There is one important caveat: if an offering memorandum is provided to potential investors, securities law requires statutory contractual rights of action for rescission of the contract also be provided, so you can get out of the trade or damages, if you suffered damages, in the event that the offering memorandum contains a misrepresentation. The misrepresentation standard is not thought to be the equivalent of the full, true and plain disclosure standard required of prospectuses. However, that has never been tested in a court of law.

The Chairman: Has there been any litigation on that?

Mr. Burns: Not to my knowledge. A misrepresentation is defined in the securities legislation not only as getting something wrong or misstating a material fact but also as the omission of a material fact that would be relevant for a purchaser in making an investment decision. When they are crafting an offering memorandum in the context of the offering of hedge fund securities, the legal team and the managers take great care to ensure that that document contains sufficient disclosure in order for people to make an informed investment decision.

Senator Angus: The witnesses were just in the process of answering my general question about whether they took issue with anything.

Mr. Burns, you were saying that you took issue with our suggestion that these hedge funds, whilst an interesting new product and a useful new source of capital and so forth, are risky. I suggested earlier that they have fairly good records of return on investment, 20-plus per cent and even above 30 per cent. Is that not a fact? We may have that wrong. Our understanding was that it was a high return. The risks are higher. It is like the junk bond analogy.

Mr. Burns: The returns can be high. I like to quote the first line from Tolstoy's *Anna Karenina*: "Happy families are all alike; every unhappy family is unhappy in its own way."

It is the same with hedge funds. There are a multitude of different strategies and risk profiles in the hedge fund universe. To classify all hedge funds as inherently risky is not accurate. That was my basic supposition or objection to that characterization. It has been picked up in the media as well. The media view hedge funds as inherently risky, which is not always the case.

There have been occurrences of the returns being at the 20 per cent or 30 per cent level, but the global hedge fund returns over the last couple of years have not been near that level. In large part that is because all the markets have been moving in the same direction, and hedge funds tend to thrive in turmoil when there are choppy directions and you cannot tell which way the market is going. In rising markets, hedge funds tend not to perform as well as they do in more volatile markets.

Mr. Lett: It is very difficult to generalize this business.

Senator Angus: It is also dangerous.

M. Burns : Il y a une mise en garde importante : si une notice d'offre est remise aux investisseurs éventuels, la législation régissant la vente des valeurs exige des droits d'action contractuels statutaires pour résiliation de contrats, afin que l'on puisse sortir de l'opération ou des dommages, s'il y a eu dommages, au cas où la notice d'offre contient une assertion inexacte. La norme en la matière n'est pas l'équivalent de celle de l'exposé complet, véridique et clair que l'on exige dans les prospectus. Toutefois, cela n'a jamais été porté en cour.

Le président : Y a-t-il jamais eu de procès à ce sujet?

M. Burns : Non, pas à ma connaissance. Une assertion inexacte est définie dans la législation sur les biens non seulement comme indiquer quelque chose de faux ou d'inexact mais également comme omettre un fait important qui serait pertinent pour un acheteur décidant d'un investissement. Quand elle prépare une notice d'offre dans le contexte d'offre de valeurs de couverture, l'équipe juridique et les gestionnaires prennent bien soin de veiller à ce que ce document contienne suffisamment d'information pour permettre aux gens de prendre des décisions d'investissement éclairées.

Le sénateur Angus : Les témoins allaient répondre à ma question générale dans laquelle je demandais s'ils contestaient quoi que ce soit.

Monsieur Burns, vous disiez que contrairement à ce que nous disons, ces fonds de couverture, qui sont un produit nouveau intéressant et une nouvelle source de capital utile et cetera, ne sont pas dangereux. Je disais tout à l'heure qu'ils sont habituellement assez rentables, 20 p. 100 et plus et même plus de 30 p. 100. N'est-ce pas? Peut-être que nous nous trompons. Nous pensions qu'ils avaient un bon rendement. Les risques sont supérieurs, comme c'est le cas avec les obligations à haut risque.

M. Burns : Les rendements peuvent être élevés. J'aime réciter la première ligne *d'Anna Karenina* de Tolstoy : « Les familles heureuses sont toutes pareilles; chaque famille malheureuse est malheureuse à sa façon. »

C'est la même chose pour les fonds de couverture. Il y a une multitude de stratégies différentes et de profils de risques dans l'univers des fonds de couverture. Les classer tous comme dangereux serait inexact. C'était essentiellement là mon objection. Les médias l'ont fait également remarquer. Les médias considèrent que les fonds de couverture sont intrinsèquement risqués, ce qui n'est pas toujours le cas.

Il est arrivé que les rendements atteignent 20 p. 100 ou 30 p. 100, mais de façon générale, ces dernières années, ça n'a pas été le cas. En grande partie parce que tous les marchés sont allés dans le même sens et que les fonds de couverture tendent à bien marcher dans les périodes troubles ou l'on va dans tous les sens sans savoir dans quel sens s'oriente le marché. Dans les marchés en hausse, les fonds de couverture ont tendance à ne pas donner d'aussi bons résultats que dans des marchés instables.

M. Lett : Il est très difficile de généraliser dans ce secteur.

Le sénateur Angus : C'est aussi dangereux.

Mr. Lett: You must be extremely careful when you are talking about it. I can see that people in New York and other places you may have visited have given you the headlines, but they have not told you where all the action is, which is that 50 per cent of hedge funds invest in stocks only. They have portfolios that are long and short stocks, and some are market neutral, so they have no exposure to the market. They have cancelled that out completely through hedging. Those portfolios are totally transparent. If you want to know what is happening in your portfolio, the strategy may be complicated and difficult to explain, but it is not a risky strategy.

You must look at hedge funds more like an individual stock. If you want to hold one stock portfolio, you can get individual stocks that can give you fabulously high returns and ones that will give you fabulously low returns. If you want to embark on investing in this business, you should be thinking in a portfolio context wherein you diversify across a number of hedge funds of different styles, and so on. There are lots of styles from which to pick. I heard an enumeration at the beginning. For example, the Amaranth bet was really on hurricanes. They believed that they would have the same incident of hurricanes this year as they had last year. As it turned out, we have had hardly any. That was an incorrect bet. You cannot generalize these things; they are as heterogeneous as you can imagine.

Senator Angus: That is helpful.

The Chairman: It is helpful, but I think we did understand that. We are trying to break down the categories to see where the risk is, where the lines should be drawn and what the nature of the oversight should be.

Senator Goldstein: Gentlemen, thank you for your exposé and for being patient here while your predecessor was speaking with us.

Your organization, which is a voluntary not-for-profit organization, now has 90 members, as indicated in the literature that you were kind enough to provide. We heard that there are 200 hedge funds in Canada. Are you making any effort to get the other 110 hedge funds on board?

Mr. Lett: Our membership is not exclusively hedge funds. Any corporate member could have 10 hedge funds in their stable. It is difficult to make a judgment of what our coverage is. We have almost all the important ones.

Senator Goldstein: There was a paragraph in your presentation that caught my attention. It spoke about the Canadian Securities Administrators' six suggestions in its January 12 report. You were generally supportive, with a proviso. I would like you to expand upon that. You stated that you agree with the course of action as it relates to hedge fund regulation, "provided that any proposed new rules are implemented in a manner which ensures a 'level playing field' between hedge funds and other investment products available to Canadians."

M. Lett : Il faut être très prudent lorsqu'on en parle. Je vois qu'il y a des gens à New York et ailleurs qui vous ont peut-être donné les manchettes mais ne vous ont pas dit où tout se passe, à savoir que 50 p. 100 des fonds de couverture investissent uniquement dans les actions. Ils ont des portefeuilles d'actions longues et courtes et certains ne dépendent pas du marché, ne sont pas exposés au marché. Ils ont complètement éliminé les faits du marché par la couverture. Ces portefeuilles sont totalement transparents. Si vous voulez savoir ce qui se passe dans votre portefeuille, la stratégie peut être compliquée et difficile à expliquer mais elle n'est pas dangereuse.

Il faut considérer les fonds de couverture davantage comme une action. Si l'on veut avoir un portefeuille d'actions, on peut avoir des actions individuelles susceptibles de rapporter un rendement fabuleusement élevé et d'autres qui peuvent avoir un rendement fabuleusement bas. Si l'on veut se mettre à investir dans ce genre de choses, il faut penser à un contexte de portefeuille dans lequel on diversifie entre un certain nombre de fonds de couverture de styles différents, et cetera. Il y a des tas de styles au choix. J'ai entendu une énumération au début. Par exemple, le pari d'Amaranth était en fait sur les ouragans. Ils pensaient qu'il y aurait le même genre d'ouragan cette année que l'année dernière. En fait, il n'y en a eu pratiquement aucun. C'était un mauvais pari. On ne peut pas généraliser ces choses; elles sont aussi hétérogènes que possible.

Le sénateur Angus : Merci, c'est intéressant.

Le président : C'est intéressant mais je pense que nous avions bien compris cela. Nous essayons de séparer les catégories afin de voir où se trouve le risque, quelles sont les différences et quel type de surveillance est nécessaire.

Le sénateur Goldstein : Messieurs, merci de votre exposé et merci d'avoir patienté pendant que votre prédécesseur témoignait.

Votre organisation, qui est une organisation sans but lucratif, compte maintenant 90 membres d'après la documentation que vous avez eu l'amabilité de nous fournir. Nous avons appris qu'il y a 200 fonds de couverture au Canada. Essayez-vous d'obtenir que les 110 autres fonds se joignent à vous?

M. Lett : Nous n'avons pas que des fonds de couverture parmi nos membres. Toute société membre peut avoir 10 fonds de couverture à elle toute seule. Il est difficile de savoir quel pourcentage nous représentons. Nous avons pratiquement tous les fonds importants.

Le sénateur Goldstein : Il y a un paragraphe dans votre témoignage qui a piqué mon intérêt. Il portait sur les six suggestions faites par les autorités canadiennes en valeurs mobilières dans le rapport du 12 janvier. Vous vous déclariez de façon générale d'accord, avec une réserve. J'aimerais que vous nous précisiez un peu ce que vous entendez par là. Vous avez dit que vous acceptiez ce que l'on fait en ce qui concerne la réglementation des fonds de couverture « à condition que toute éventuelle nouvelle règle soit mise en œuvre d'une façon qui assure que les fonds de couverture soient traités comme les autres produits d'investissement à la disposition des Canadiens ».

That raises two issues. The first is the implication in that paragraph that at the moment there is not a level playing field between hedge funds and other investment products. I would like to hear more about that. The second is how those six recommendations would assure a level playing field between hedge funds and other investments products available in Canada. I am reading from your paper, but I am not sure I understand. I do not know the answers to those two questions.

Mr. Burns: Regarding the level playing field, our point was that we would not want to see an additional regulatory burden put on hedge fund managers as compared to other types of investment managers, for example mutual fund managers or private equity managers. We would not want hedge fund managers to be subject to a level of regulation to which other managers doing essentially the same thing were not.

We at AIMA Canada generally are supportive of regulation, provided it is thoughtful. We always want to try to have input into it to assist regulators in understanding the unique environment that hedge fund managers face in conducting their business.

Senator Goldstein: Amaranth was not based in Canada and therefore would not have been subject to Canadian regulations. Yet, Canadian pension funds and others had positions in Amaranth. The bulk of the worldwide hedge fund industry is not situated in Canada but elsewhere, frequently in tax havens and frequently in non-regulatory havens.

How does one go about dealing with the kind of gentle regulation that the CSA has recommended, when a grand total of 200 hedge funds are susceptible to regulation in Canada but thousands of hedge funds worldwide are selling into Canada?

Mr. Burns: I can answer at least part of that question. Hedge fund managers based offshore who would like to sell their product to Canadians have only a limited ability to do so currently under Canadian securities laws. They must be offering their fund primarily abroad; they can offer it to Canadian investors in only two ways: first, on a private placement basis — that is, to accredited investors; and, second, through registered dealers. If they do not do that, or if they make a targeted offering to Canadians, then they are obligated to register as investment counsel portfolio managers with the applicable jurisdictions in Canada.

Senator Goldstein: The accreditation criteria in Canada are at the moment relatively nominal. You are aware that the United States is about to raise its thresholds to $2.5 million and a variety of other variations that are inconsistent with what we in Canada are doing so far.

Would you suggest a variation of the Canadian thresholds for accredited investors?

Cela soulève deux questions. Tout d'abord, vous semblez indiquer qu'à l'heure actuelle les règles ne sont pas les mêmes pour les fonds de couverture et les autres produits d'investissement. J'aimerais que vous me précisiez cela. Deuxièmement, comment ces six recommandations pourraient-elles permettre que les règles soient similaires pour les fonds de couverture et les autres produits d'investissement. J'ai lu votre document mais je ne suis pas sûr de comprendre. Je ne connais pas la réponse à ces deux questions.

M. Burns : Pour ce qui est de l'uniformité des règles, nous disions qu'il ne faudrait pas que l'on fasse supporter aux gestionnaires de fonds de couverture un fardeau de réglementation supplémentaire que n'auraient pas d'autres gestionnaires d'investissement, qu'il s'agisse de gestionnaires de fonds mutuels ou de gestionnaires de valeurs privées. Nous ne voudrions pas que les gestionnaires de fonds de couverture soient assujettis à une réglementation à laquelle d'autres gestionnaires qui font essentiellement la même chose ne sont pas assujettis.

AIMA Canada est de façon générale favorable à la réglementation, à condition qu'elle soit bien réfléchie. Nous voulons essayer d'aider les responsables de la réglementation à comprendre l'environnement unique dans lequel opèrent les gestionnaires de fonds de couverture.

Le sénateur Goldstein : Amaranth n'était pas basée au Canada et n'aurait ainsi pas été assujettie à une réglementation canadienne. Toutefois, il y a des fonds de pensions et d'autres fonds canadiens qui avaient des investissements dans Amaranth. Le gros des fonds de couverture dans le monde ne se trouve pas au Canada mais ailleurs, fréquemment dans des paradis fiscaux et dans des paradis non réglementés.

Comment peut-on envisager le genre de réglementation douce préconisée par l'ACVM quand un total de 200 fonds de couverture sont susceptibles d'être réglementés au Canada alors que des milliers de fonds de couverture dans le monde vendent au Canada?

M. Burns : Je peux répondre en partie à cette question. Les gestionnaires de fonds de couverture dont les bureaux sont à l'étranger qui voudraient vendre leurs produits aux Canadiens en sont empêchés dans une certaine mesure, actuellement, sous le régime des lois canadiennes sur les valeurs mobilières. Ils doivent principalement offrir leurs fonds à l'étranger; ils n'ont que deux moyens de les offrir aux investisseurs canadiens : premièrement, en tant que placement privé — c'est-à-dire à des investisseurs accrédités — et deuxièmement, par l'entremise de courtiers enregistrés. S'ils décident de procéder autrement ou s'ils veulent faire une offre ciblée aux Canadiens, ils doivent s'enregistrer comme gérants de portefeuille de conseiller en investissements auprès de la province concernée au Canada.

Le sénateur Goldstein : À l'heure actuelle, les critères d'accréditation sont relativement symboliques, au Canada. Comme vous le savez, les États-Unis hausseront bientôt leur seuil à 2,5 millions de dollars et apporteront d'autres modifications qui ne correspondent pas au régime actuellement applicable au Canada.

Croyez-vous qu'il faudrait modifier le seuil d'accréditation des investisseurs canadiens?

Mr. Burns: This goes back to the level playing field argument. Would the threshold change for all types of private placement? In other words, would someone buying a private placement in a mining company be forced to meet the same accredited investor standard as someone buying hedge funds? I think it is worthy of study.

I believe the U.S. Securities and Exchange Commission, SEC, decided to change the accredited investor standard because the value of one's home was included in the test. With the startling increase in the value of real estate in the United States, and with their general population growth and growth in incomes, the $1 million threshold for becoming an accredited investor was irrelevant. Many people were suddenly becoming accredited investors almost solely by the value of their real estate holdings or principle residence.

In Canada, we have different tests under the accredited investor standard. Your residence would come into play only if you had net assets of $5 million currently. That is the only time you can include the value of your residence in the accredited investor standard. The other two tests under which you can qualify are net financial assets, which are liquid stocks, bonds and securities having a net value of $1 million, and the income test, which is $200,000 of net income in the last two years, $300,000 together with your spouse, and a reasonable expectation of meeting that level in the current year.

Given our population relative to the United States and the relative income disbursement in Canada, it could be relevant to study whether it is worthwhile to bump up the accredited investor threshold at this point, but I would not be able to comment now whether I would support that.

Senator Goldstein: Do you see a value in having a different test for people investing in a mining company, to use your example, which has an offering memorandum and is subject to some regulatory control because it is a Canadian mining company, as compared to a hedge fund which does not have any significant regulatory supervision? Do you see any value in different thresholds for different investment vehicles?

Mr. Burns: Personally, I would not. In fact, in those two examples, the hedge fund would be more highly regulated than the mining company, because the investment adviser to that hedge fund would be registered with a provincial securities commission as an investment counsel portfolio manager. In Ontario they would also have a limited-market dealer registration, which obligates them to follow the know-your-client rule and perform suitability analysis if they are

M. Burns : Encore une fois, il s'agit de mettre tout le monde sur le même pied. Le seuil serait-il différent selon les types de placements privés? Autrement dit, celui qui achèterait un placement privé dans une société minière devrait-il répondre à la même norme d'accréditation que l'investisseur qui achète un fonds de couverture? Cette question mériterait d'être étudiée.

La U.S. Securities and Exchange Commission, la SEC, a décidé de modifier la norme d'accréditation des investisseurs parce que la valeur du domicile de l'investisseur était prise en compte dans le critère. Vu la montée en flèche de la valeur de l'immobilier aux États-Unis, l'augmentation générale de la population et l'augmentation des revenus, il n'était plus pertinent d'imposer un seuil d'un million de dollars aux investisseurs accrédités. Bon nombre de gens se trouvaient automatiquement accrédités du simple fait de la valeur de leurs avoirs immobiliers ou de leur résidence principale.

Au Canada, nous appliquons des critères différents pour accréditer les investisseurs. La valeur de la résidence n'est prise en compte si l'actif net actuel est de 5 millions de dollars. Ce n'est que dans un tel cas que la valeur de la résidence est prise en compte pour l'accréditation des investisseurs. Il y a deux autres critères auxquels il faut satisfaire : l'actif financier net, c'est-à-dire qu'il faut posséder des liquidités, des actions, des obligations et des valeurs mobilières pour une valeur nette d'un million de dollar, et le critère du revenu, c'est-à-dire qu'il faut avoir eu au cours des deux dernières années un revenu net de 200 000 $, ou de 300 000 $ de revenu familial, et pouvoir s'attendre de raisonnablement à avoir le même niveau de revenu au cours de l'année courante.

Compte tenu des différences démographiques entre les États-Unis et le Canada et des revenus relatifs ici, il vaudrait peut-être la peine d'examiner s'il serait à propos d'augmenter le seuil applicable à l'accréditation des investisseurs. Mais je ne saurais vous dire maintenant si j'appuierais une telle mesure.

Le sénateur Goldstein : Croyez-vous qu'il faudrait appliquer un critère différent pour ceux qui investissent dans une société minière, pour reprendre votre exemple, une société minière qui a une notice d'offres et qui est assujettie à une certaine réglementation à titre de société minière canadienne, comparativement à ceux qui investissent dans un fonds de couverture, qui ne fait pas l'objet d'une supervision réglementaire considérable? Croyez-vous qu'il vaudrait mieux appliquer des seuils différents selon les investissements?

M. Burns : Pour ma part, je ne le crois pas. En fait, si l'on se fie à ces deux exemples, le fonds de couverture serait plus fortement réglementé que l'investissement dans la société minière, car le conseiller en investissement de ce fonds de couverture devrait être enregistré auprès d'une commission de valeurs mobilières provinciale à titre de gérant de portefeuille de conseiller en investissements. En Ontario, le conseiller devrait aussi être enregistré comme courtier sur le marché des valeurs dispensées,

selling directly to an investor. Neither of those safeguards would be in place with the mining company. I would not support a different standard for hedge funds vis-à-vis other investments.

The Chairman: We want to welcome back Senator Tkachuk from his great travels across the country on our behalf.

Senator Tkachuk: I cannot help but note that the hurricane warnings were predicted by the climatologists, who said there would be global warming and therefore more hurricanes. They are the same people who predicted that in the West this year we would have a warm winter and in the East it would be a cold winter. In both cases, they were completely wrong.

Mr. Lett: When I hear of weather forecasts like that, I go the opposite way; I hedge it.

Senator Tkachuk: That is exactly right. The people at Amaranth should never have listened to those people. It caused many people a lot of grief.

Senator Angus: We are all wearing green ribbons today.

Senator Tkachuk: I am not.

The Chairman: There is a little political debate going on in the country about environmental policies and so on, but it has nothing to do with this question.

Senator Tkachuk: We find hedge funds difficult to understand, and anything difficult to understand seems more risky than something that you think you understand, even though you may not.

Is there really a difference between the risk taken by people on the TSX in venture funds and with hedge funds or any of the other market exchanges that any retail investor can get into, buying penny stock here or in Vancouver buying diamond mines? That goes on, and at the same time, we do not have limits on the amount of money that one can spend on stock.

Mr. Lett: That is a wholesome question. Probably more money was lost by Canadians' betting on one stock, Nortel, than anything else. I cannot imagine what regulation could have been put in place to stop people from putting 100 per cent of their RRSP into the stock. Risks are everywhere, and one must be intelligent about how one takes those risks.

With Nortel, people really did not know what was happening in the company. The story is out now, but in those days we did not know the real story, how the company was operated and why the stock kept going up.

Hedge funds have two degrees of freedom that mutual funds or long-only investments do not have. One is that they can go short and the other is that they can borrow

ce qui l'obligerait à respecter la règle voulant qu'il devrait connaître son client et effectuer une analyse de pertinence, s'il vend directement à un investisseur. Il n'y aurait aucune obligation de ce genre dans le cas d'une société minière. Je ne voudrais pas qu'on applique une norme différente selon qu'il s'agit d'un fonds de couverture ou d'autres investissements.

Le président : Je souhaite la bienvenue au sénateur Tkachuk, qui a voyagé pour nous d'un bout à l'autre du pays.

Le sénateur Tkachuk : Je ne puis m'empêcher de signaler que les météorologues nous avaient prédit des tornades, un nombre accru de tornades en raison du réchauffement de la planète. Ce sont les mêmes météorologues qui avaient prédit un hiver doux dans l'ouest et un hiver froid dans l'est cette année. Dans les deux cas, ils se sont trompés.

M. Lett : Quand j'entends des prévisions météorologiques de ce genre, je crois toujours le contraire; j'opte pour la couverture.

Le sénateur Tkachuk : C'est tout à fait cela. Les gens d'Amaranth n'auraient jamais dû les écouter. Cela a causé des difficultés à bien des gens.

Le sénateur Angus : Nous portons tous des rubans verts aujourd'hui.

Le sénateur Tkachuk : Pas moi.

Le président : Je sais qu'il y a un débat politique au Canada au sujet des politiques environnementales, entre autres, mais cela n'a rien à voir avec notre sujet.

Le sénateur Tkachuk : On trouve difficile de comprendre les fonds de couverture. Et ce qui est difficile à comprendre semble poser de plus grands risques que les choses que l'on croit comprendre, même si on ne les comprend pas vraiment.

Existe-t-il vraiment une différence entre le risque que prennent les personnes qui investissent dans des fonds industriels TSX et des fonds de couverture, d'une part, et celles qui investissent dans d'autres transactions boursières propres aux investisseurs de détail, que ce soit des actions cotées en cents ou des mines de diamants à Vancouver? Les gens investissent, mais il n'y a pas de limite aux sommes que l'on peut investir dans des actions.

M. Lett : C'est une bonne question. Les Canadiens ont probablement perdu plus d'argent en achetant des actions de Nortel qu'en investissant dans toute autre entreprise. Je ne saurais imaginer quel règlement aurait pu être mis en place pour empêcher les gens d'investir la totalité de leur REER dans les actions de Nortel. Des risques, il y en a partout, et il faut faire preuve d'intelligence dans les risques que l'on prend.

Dans le cas de Nortel, les gens ne savaient pas ce qui se passait au sein de l'entreprise. Nous le savons maintenant, mais à l'époque, nous ne savions pas vraiment comment l'entreprise fonctionnait et pourquoi le prix des actions ne cessait de grimper.

Les fonds de couverture ont deux avantages par rapport aux fonds mutuels et aux investissements à long terme seulement. Tout d'abord, ils permettent des investissements à court terme,

money or use leverage with financial instruments to magnify their exposure.

Investors must learn the proper use of these instruments. Certainly from AIMA Canada's and AIMA's point of view, education is a massive part of our mandate. We have just released a paper on leverage, which is available on our website. It is one of the finest papers I have read on the subject, because it clarifies exactly what leverage is.

The Chairman: Could you make that paper available for our committee? Any recent documents you have would help put this subject in the proper context. For instance, leverage is an important issue with which we are grappling.

Mr. Lett: If you start looking at this in the macroeconomic sense, leverage can magnify its way through the banking system. You also have to worry about that. I am sure Governor Dodge has spent many hours examining that question. In Canada, and I think in general, the prime brokerage system which lends money to the hedge fund industry to magnify positions in various issues is careful about the limits they put on those hedge funds. They do not let them run off and go crazy with this leverage.

Senator Tkachuk: Even if you are an individual small investor with your own trading account of $100,000, the bank will be more than happy to give you another $75,000 to buy more stock, to buy options, and perform all kinds of rather risky manoeuvres. You could go down to the TSX Venture Exchange with that amount of money and borrow another 75 per cent of your total asset value in that account and blow it all on five or six little companies in the hope of becoming a millionaire. That is totally unregulated. No one is asking questions. Anyone can take that risk, whether they are playing with their pension plan, as Mr. Burns was concerned about, or with their children's education or their home, because they could easily do that too. The banks would be more than happy to lend you money to buy stocks so you can write off the interest on your income.

How much can a hedge fund leverage? Seventy-five per cent or 100 per cent?

Mr. Lett: How much they leverage is related to the entity that is lending them the money. They perform careful analyses and monitor religiously. The banks see all the transactions going through their prime broker desk. They can see how much risk is in every position and they will start asking investors to pare back if they feel it is too risky.

The Chairman: Earlier, Mr. Fotheringham said that generally hedge funds are less leveraged in Canada. We did not get a chance to explore that notion with him. Are hedge funds less leveraged

puis il est possible d'emprunter de l'argent ou d'utiliser l'effet multiplicateur au moyen d'instruments financiers pour augmenter l'investissement.

Les investisseurs doivent apprendre à bien se servir de ces instruments. L'information du public est un élément essentiel du mandat d'AIMA et AIMA Canada. Nous venons tout juste de publier une analyse sur l'effet multiplicateur, que l'on peut consulter à notre site Web. C'est l'une des meilleures analyses que j'ai lues sur ce sujet, car elle explique précisément ce qu'est l'effet multiplicateur.

Le président : Pourriez-vous mettre ce document à la disposition de notre comité? Si vous avez des documents récents, cela nous aiderait à bien situer le sujet dans son contexte. On sait par exemple que l'effet multiplicateur est un élément important du dossier que nous examinons.

M. Lett : Si vous examinez la question dans l'optique macroéconomique, l'effet multiplicateur peut se faire sentir jusque dans le système bancaire. C'est une question dont on doit également se préoccuper. Je suis convaincu que le gouverneur Dodge y a consacré de nombreuses heures. Au Canada et d'une façon générale, le système de courtage principal qui prête de l'argent au secteur des fonds de couverture pour augmenter des positions dans divers domaines est prudent quant aux limites imposées à ces fonds de couverture. Il ne permet pas que cet effet multiplicateur soit utilisé n'importe comment.

Le sénateur Tkachuk : Même si vous n'êtes qu'un petit investisseur privé dont le compte d'échange ne s'élève qu'à 100 000 $, la banque sera ravie de vous offrir 75 000 $ de plus pour acheter des actions ou des options ou pour participer à toutes sortes de transactions risquées. Vous pourriez utiliser cet argent pour investir dans les fonds industriels du TSX, emprunter 75 p. 100 de la valeur totale de votre actif pour ajouter à ce compte et tout investir dans cinq ou six petites entreprises, dans l'espoir de devenir millionnaire. Il n'y a aucune réglementation et personne ne pose de questions. N'importe qui peut prendre ce risque, que ce soit en investissant son régime de pension, comme M. Burns s'en inquiétait, en utilisant son domicile ou l'argent des études de ses enfants, car cela pourrait aussi se faire facilement. Les banques seraient ravies de vous prêter de l'argent pour que vous achetiez des actions afin que vous puissiez défalquer l'intérêt de votre revenu.

Quel pourcentage les fonds de couverture peuvent-ils obtenir? Est-ce 75 p. 100 ou 100 p. 100?

M. Lett : Tout dépend de l'établissement de crédit avec lequel ils font affaires. On fait des analyses soigneuses et un contrôle rigoureux. Les banques voient toutes les opérations qui passent par leur principal courtier. Elles savent quel risque est associé à chaque position et demanderont aux investisseurs de revoir leur position si elles estiment qu'elle comporte trop de risques.

Le président : Un peu plus tôt, M. Fotheringham a déclaré qu'en général, il y avait moins d'effet de levier pour les fonds de couverture au Canada. Nous n'avons pas eu l'occasion

here because of the ability of the broker-dealers and the banks to limit the amount of risk they are prepared to allow hedge funds to incur based on their investing formulae?

Mr. Lett: I was interested in Mr. Fotheringham's remark. I was unaware of that, and I will ask him where he got that information.

The Chairman: I have just asked our researcher to search that out for us.

Mr. Lett: In general, I do not believe that hedge funds leverage over two and a half times for the industry as a whole, globally. It has come way down from the Long-Term Capital Management days that Senator Angus referred to earlier.

The second part of the equation is short selling, which is an additional degree of freedom. Most people think short selling is the opposite of buying long. It is not the opposite of buying long. They have different risk profiles. In buying long, all you can do is lose all the money you invested. With short selling, you can lose much more than you invested. It has a different type of risk profile and it is a more difficult strategy to implement, because you have to find someone who will lend you those securities.

I want to get to the point that Senator Grafstein raised on democracy and securities lending. Disclosure is a difficult issue for hedge funds that are shorting, because they do not want people to know that they have got a large short position in anything in particular. The first thing that happens is that people will start to arbitrage that and put on a short squeeze. The cost of that short goes up and then they have forced sales, which cause liquidity crises, which in turn cause blow-ups. Those are the situations we do not want to have. A certain amount of non-transparency or stale transparency is probably something that you should contemplate.

We can deal with your other issue in a minute, Senator Grafstein.

Senator Campbell: You said that 50 per cent of the hedge funds deal in stocks. Is that growing or not?

Mr. Lett: The percentage is declining.

Senator Campbell: Are they getting out of stocks?

Mr. Lett: Newer hedge funds are getting into more complicated areas of the market, for example the collateralized debt obligations and the collateralized loan obligations market. This is a relatively new market — not well understood so not well priced — so there are opportunities there for hedge funds to make money.

Senator Campbell: I agree with the senator from Saskatchewan, which is rare.

Senator Tkachuk: We always agree.

d'approfondir cette idée avec lui. L'effet de levier est-il moindre à cause de la capacité des courtiers et des banques de limiter les risques qui leur paraissent acceptables pour les fonds de couverture, d'après leur formule d'investissement?

M. Lett : Cette observation de M. Fotheringham a piqué ma curiosité. Je n'étais pas au courant et j'aimerais savoir où il a obtenu ce renseignement.

Le président : Je viens de demander à notre attaché de recherche de faire la vérification pour nous.

M. Lett : En général, je ne pense pas que les fonds de couverture aient un effet multiplicateur de 250 p. 100 pour l'ensemble du secteur. Les choses ont beaucoup changé, à la baisse, depuis l'époque de la gestion des investissements à long terme dont parlait plus tôt le sénateur Angus.

Il ne faut pas oublier l'autre partie de l'équation, les ventes à découvert, qui donnent une liberté supplémentaire. Dans l'esprit de bien des gens, la vente à découvert, c'est le contraire de l'achat position longue. C'est faux. Ces deux opérations ont des profils de risque différents. Dans l'option d'achat position longue, vous ne pouvez perdre que l'ensemble des sommes investies. Avec la vente à découvert, vous pouvez perdre bien plus que ce que vous avez investi. Le profil de risque est différent et c'est une stratégie plus difficile à mettre en œuvre, parce qu'il faut trouver quelqu'un qui vous prêtera ces titres.

J'aimerais revenir à ce qu'a dit le sénateur Grafstein au sujet de la démocratie et des prêts sur titres. Pour les fonds de couverture qui font des ventes à découvert, la divulgation est une question délicate, parce qu'ils ne tiennent pas à ce qu'on sache qu'ils ont une position à découvert importante, dans quelque secteur que ce soit. On risque alors l'arbitrage boursier immédiat, le coût de ce découvert augmente, on arrive aux ventes forcées, qui causent des crises de liquidités puis c'est l'explosion. Nous ne voulons pas de ce genre de situations. Une certaine part d'opacité ou de transparence différée est certainement souhaitable.

Nous pourrons revenir à l'autre question dans un instant, sénateur Grafstein.

Le sénateur Campbell : Vous dites que 50 p. 100 des fonds de couverture transigent dans les titres boursiers. Ce chiffre croît-il, ou non?

M. Lett : Le pourcentage est à la baisse.

Le sénateur Campbell : Est-ce qu'il s'écarte des titres boursiers?

M. Lett : Les nouveaux fonds de couverture s'aventurent dans des marchés plus complexes, comme celui des titres de dettes et de prêts garantis. C'est un marché relativement nouveau, qui n'est pas bien compris et dont les prix ne sont pas stables et il y a donc des occasions lucratives pour les fonds de couverture.

Le sénateur Campbell : Pour une rare fois, je suis d'accord avec le sénateur de la Saskatchewan.

Le sénateur Tkachuk : Nous sommes toujours d'accord.

Senator Campbell: I had a breakdown in communication. Much of this issue has to do with people's greed and perhaps not so much with being a sophisticated investor, because you can start playing on the venture exchange and find yourself in a lot of trouble. There are no controls on that. It is gambling.

Mr. Burns: That is where the relationship between the client and the financial adviser becomes very important. AIMA Canada has published a list of 10 questions that investors should ask their adviser before they invest in a hedge fund. We can supply that list to the committee. If your adviser cannot answer those questions, I would advise you to get another adviser. Those questions will reveal how much due diligence your adviser has done on a hedge fund product and how well they understand the product. That is what it comes down to at the end of the day — a sufficient level of knowledge to be able to make an informed investment decision about the products. That tracks through the advisor channel all the way back to the manufacturers of these products to ensure that information is provided. That is published on our website at www.AIMA-Canada.org, but we would be happy to provide it to the committee as well.

The Chairman: In your text, you say that the Canadian Securities Administrators determined that while an appropriate securities framework exists for hedge funds in Canada, which is what you have said this morning, certain areas can be improved. Their review identified areas for improvement, including issues with principal protected notes, referral arrangements, distribution, disclosure, and registration of fund managers. I assume that if our committee decided, as we looked at each issue, that it was appropriate to make recommendations about improving regulatory oversight, depending on how deep and pervasive those were, as a question of policy you would be in agreement.

Mr. Lett: Yes.

Mr. Burns: Yes.

The Chairman: We are trying to find appropriate guidelines without suffocating this growing industry. We are sensitive to your needs.

Do you have a response to my question to Mr. Fotheringham about what I consider to be a problem, at least on the surface, with shareholder democracy? Someone can make a fee for lending a vote without the shareholder's knowing that his vote is being used and without the corporation's having any knowledge that this is taking place so it cannot respond properly in the marketplace.

Mr. Lett: Each of us has a response to that. This is part of a much broader issue. In fact, if you leave any security in a broker account, you basically do not have control over that security. If you have cash in that broker account and that broker goes up the flue, your cash is gone. From a broad context, that is a problem.

Le sénateur Campbell : Il y a une chose que je n'ai pas comprise. Une bonne part de ces questions se rapportent à la cupidité des gens plus qu'à leur raffinement comme investisseur; on peut commencer à jouer sur le marché des fonds de couverture et se retrouver avec de gros problèmes. Il n'y a pas de contrôles. C'est comme jouer à l'argent.

M. Burns : C'est là où la relation entre le client et le conseiller financier prend toute son importance. Nous avons publié une liste de 10 questions que les investisseurs doivent poser à leur conseiller avant de placer leur argent dans un fonds de couverture. Nous pouvons la remettre au comité. Si votre conseiller ne peut pas répondre à ces questions, je vous conseille d'en trouver un autre. Ces questions révèlent à quel point votre conseiller s'y connaît en matière de fonds de couverture et dans quelle mesure il les comprend bien. Voilà à quoi cela se résume : une connaissance suffisante pour pouvoir prendre une décision éclairée en matière d'investissement dans ces produits. Cela s'applique aux conseillers mais aussi tout au long de la filière, jusqu'à ceux qui fabriquent ces produits et qui doivent fournir l'information nécessaire. Nos questions sont publiées sur notre site web, à l'adresse www.AIMA-Canada.org, mais nous les fournirons volontiers au comité.

Le président : Dans votre texte, vous dites que les ACVM ont estimé que même s'il existe un cadre approprié pour les fonds de couverture au Canada, comme vous l'avez dit ce matin, il y a encore place à amélioration. Leur examen parlait des améliorations possibles, notamment en ce qui a trait aux billets à capital protégé, aux ententes d'indication de clients, aux placements, à l'information présentée et à l'inscription des sociétés de gestion. Je présume que si notre comité décidait, pour chaque question, de formuler des recommandations visant à renforcer la surveillance réglementaire, selon l'importance de celle-ci, en général, du point de vue de cette politique, vous seriez d'accord.

M. Lett : Oui.

M. Burns : Oui.

Le président : Nous voulons trouver des lignes directrices appropriées, qui n'étoufferont pas ce secteur en croissance. Nous sommes sensibles à vos besoins.

Avez-vous une réponse à ma question, adressée à M. Fotheringham, au sujet de ce que je vois comme étant un problème, du moins vu de l'extérieur, au sujet de la démocratie des actionnaires? Quelqu'un peut exiger des frais pour le prêt d'un vote, sans que l'actionnaire sache que son vote est utilisé, et sans que l'entreprise soit mise au courant, ce qui l'empêche de réagir adéquatement, sur le marché.

M. Lett : Nous avons chacun une réponse à donner. Cela fait partie d'une question plus large. En fait, si un titre est dans un compte de courtage, son propriétaire n'en a plus le contrôle. Si vous avez des espèces dans un compte de courtage, et que le courtier disparaît, votre argent est parti aussi. Dans un contexte plus large, c'est un problème.

At my firm, we are aware of the issues associated with the lending of securities and the lending of the votes simultaneously, and we do not let our prime brokers vote our shares, even when they loan them. The democracy is because you can control that. The issue is whether you know you can control that. Did you even know they were doing this? No. I think the publicity on this event recently has been of great educational value. Educating is part of what we do at AIMA. When you are aware of these things, you can do something about them.

The Chairman: Do you agree, then, that it is not fair to allow a company to be subject to a takeover bid and have votes against that it did not even know were being used in a shareholder takeover?

Mr. Lett: You certainly have been taken advantage of by the fact that you did not know. Would you have done that had you known? It does smack of unfairness.

Senator Angus: The company should have known from the shareholders' register where the stock is. They may not know it is being held at the broker's office, but if they are soliciting votes for a takeover bid, they will be doing the due diligence and go to the fellow and ask for the proxy.

The Chairman: There is an issue of disclosure. We are concerned about a level playing field. As I understand it, if you are about to take over a company, you can go in and buy shares in that particular company and use those shares as well to go forward and seek the majority of shares necessary to take over the company. That has to be disclosed. Someone who seeks to do that acquires those shares, and that is regulated and he had to come up to a certain amount. They have to be disclosed. The company knows who they are, and that is regulated. All of a sudden there is a gap where funds are now in hedge fund accounts or brokers' accounts, and the leverage buyout artist in effect goes and pays a fee to acquire the votes of those particular shares in addition to the votes that are openly held, therefore putting the opposing elements at a disadvantage because they just did not know the votes were gone. It is not a question of sending out circulars to convince then. They have already been pre-bought. The discretion is gone.

It strikes me as an unfair application of brokers or hedge funds unless they publicly declare that this is what they are doing. I have no problem with it if they publicly say, "We are into this and here is the way we are going to vote our shares," and put their shareholders on notice. To do otherwise strikes me as stealthy and unfair. That is just an impression. If the hedge funds, which are lightly regulated, are abusing this process, people concerned with governance should look at it.

That is as far as I will go, because we do not know the full implications of all of this. I am looking for your reactions as a regulatory lawyer. Does it pass your smell test?

Dans mon entreprise, nous sommes conscients des questions associées aux prêts de sécurité et aux prêts des votes connexes, et nous ne laissons pas nos courtiers principaux voter pour ces actions, même si elles sont prêtées. Il y a démocratie quand il y a contrôle. Reste à savoir qui sait ce qu'il peut contrôler. Étiez-vous même au courant que cela se faisait? Non. Le fait qu'on ait beaucoup parlé de cet événement récent a permis de renseigner beaucoup de gens. L'éducation fait partie de notre mandat, à l'AIMA. Quand on est au courant de ce genre de choses, on peut agir.

Le président : Diriez-vous qu'il n'est pas juste de permettre la prise de contrôle d'une entreprise quand des votes sont exprimés sans même qu'on sache qu'ils sont utilisés dans cette prise de contrôle par les actionnaires?

M. Lett : Votre ignorance a permis qu'on vous trompe. Si vous aviez su, comment auriez-vous agi? Cela semble certainement injuste.

Le sénateur Angus : Le registre des actionnaires aurait dû permettre à l'entreprise de savoir où étaient les titres. L'entreprise ne sait peut-être pas qu'ils sont au bureau du courtier, mais si elle sollicite des votes en vue d'une prise de contrôle, elle fera preuve de diligence et demandera les procurations.

Le président : Il y a aussi la question de la divulgation. Nous voudrions que les règles soient les mêmes pour tous. Si j'ai bien compris, quand on veut prendre le contrôle d'une entreprise, on peut acheter des actions de cette entreprise et s'en servir aussi pour chercher à obtenir la majorité des actions nécessaires. Il faut que cela soit divulgué. Quand quelqu'un cherche à acquérir toutes ces actions, il y a une réglementation qui s'applique, et il faut qu'une certaine somme soit produite. Cela doit être divulgué. L'entreprise sait de qui il s'agit et il y a une réglementation. Mais quand ces fonds sont dans des comptes de fonds de couverture ou dans des comptes de courtage, on n'a pas toute l'information et celui qui veut faire une prise de contrôle paie des frais de courtage pour acquérir des votes associés à ces titres, en plus des titres qu'il détient ouvertement, ce qui désavantage l'autre partie, qui ne sait pas que les votes sont partis. Il ne s'agit pas d'envoyer des circulaires pour les convaincre. Ces votes ont été achetés à l'avance. Il n'y a plus de latitude.

J'ai l'impression que cette façon de procéder est injuste de la part des courtiers ou des fonds de couverture à moins qu'elle soit publiquement déclarée. Je suis d'accord pour qu'on procède de cette façon s'il est déclaré publiquement que c'est là la pratique adoptée et que c'est ainsi que l'on votera au sujet des actions. Il faut que les actionnaires en soient avisés. Sinon, ce serait hypocrite et injuste. Mais ce n'est qu'une impression. Si les fonds de couverture, qui font l'objet d'une réglementation peu rigoureuse, abusent de ce procédé, ceux qui se préoccupent de la gouvernance devraient examiner le problème.

Je m'en tiendrai à cela, car nous ne connaissons pas encore toutes les répercussions. J'attends de voir quelles seront vos réactions, en tant que légistes de la réglementation. Cela vous semblerait-il acceptable?

Mr. Burns: Not in the way you portray it. I would echo Mr. Lett's comments. If this is being done without the knowledge of the people who are putting their shares into a brokerage account, I do not like the sound of that, and I do not like the appearance at all, because it would smack of being an end run around the proxy solicitation rules. The normal way to effect a change at a corporate governance level is to send out a circular to the people from whom you want to solicit votes to explain what you are doing and to solicit their support.

If these people are acquiring the shares, I would add that we do have an early warning system in Canada when it comes to takeover bids. Once you acquire beneficial control or direction of 10 per cent or more of the securities of the public issuer, you are obligated to file a report, notify the market and issue a new release.

The Chairman: As I understand the difference, although I may be wrong because I have not looked at it carefully, it is one thing to acquire the equity. You acquire it, so you have to disclose. However, if you are borrowing shares, you do not have the same requirement. You are just borrowing for the purposes of a vote. The regulations may not specify that that, in effect, is ownership.

Mr. Burns: If you have acquired control or direction over the voting shares, that would be included in the report.

The Chairman: You are lending the vote for a particular purpose at a particular moment in time.

Mr. Burns: The legislation is crafted very broadly; it is intended to capture any type of agreement or arrangement by which you may vote the securities. If that hedge fund were in Canada —

The Chairman: There are American examples.

Mr. Burns: In the U.S., they have an even lower threshold, 5 per cent, for voting.

The Chairman: It still applies.

Mr. Burns: You would have to include those shares in your report and file a news release saying you have acquired those shares.

The Chairman: We will continue to look at this question. Thank you both for helping our committee on this issue. We are becoming more familiar with the intricacies. We do not want to overstep our bounds. We do not want to simplify. We want to understand this. If we are to make recommendations, they should be appropriate recommendations that will not inhibit the marketplace but make it work more transparently and effectively. Stay tuned.

The committee adjourned.

M. Burns : Pas selon le portrait que vous en brossez. Je ferai écho aux observations de M. Lett. Si cela se fait à l'insu des personnes qui placent leurs actions dans un compte de courtage, j'estime que c'est une façon de procéder inacceptable, même en apparence, car cela donne l'impression que l'on veut contourner les règles relatives à la sollicitation de procurations. Lorsqu'on veut apporter une modification à la gouvernance d'une société, on envoie normalement une circulaire aux personnes dont on veut obtenir les voix afin de leur expliquer ce que l'on fait et leur demander leur appui.

En ce qui concerne l'acquisition d'actions, j'ajouterai qu'il existe au Canada un système de préavis relatif aux offres publiques d'achat. Une fois que l'on a obtenu le contrôle sur 10 p. 100 ou plus des valeurs mobilières d'un émetteur public, il faut obligatoirement déposer un rapport, aviser le marché et publier un communiqué de presse.

Le président : Je peux me tromper car je n'ai pas examiné la question à fond, mais si j'ai bien compris la différence, il s'agit de faire l'acquisition de l'avoir. Une fois cet avoir acquis, il faut le déclarer. Cependant, cette exigence ne s'applique pas si les actions sont empruntées. Elles sont empruntées aux fins d'un vote. Les règlements ne précisent peut-être pas qu'il s'agit là de propriété.

M. Burns : Si vous avez obtenu le contrôle sur les actions avec droit de vote, cela doit figurer au rapport.

Le président : Vous prêtez le droit de vote à une fin particulière et à un moment particulier.

M. Burns : Le libellé de la mesure législative est très flou; il vise à ce que la disposition s'applique à tout accord ou mesure grâce auxquels des valeurs mobilières peuvent faire l'objet d'un vote. Si ce fonds de couverture se trouvait au Canada...

Le président : Il y a des exemples aux États-Unis.

M. Burns : Aux États-Unis, le seuil est encore plus bas. Il est de 5 p. 100 pour le droit de vote.

Le président : Cela s'applique encore.

M. Burns : Il faudrait que ces actions figurent dans votre rapport et que vous diffusiez un communiqué de presse indiquant que vous avez fait l'acquisition de ces actions.

Le président : Nous allons continuer à examiner cette question. Merci à vous deux d'avoir aidé notre comité dans l'examen de ce dossier. Nous connaissons mieux les détails complexes de cette question. Nous ne voulons toutefois pas outrepasser notre mandat. Nous ne voulons pas simplifier à outrance. Nous voulons comprendre de quoi il s'agit. Si nous devons faire des recommandations, nous voulons qu'elles soient acceptables et qu'elles ne nuisent pas au marché, tout en augmentant la transparence et l'efficacité. J'espère que vous suivrez nos travaux.

La séance est levée.

MAIL POSTE
Canada Post Corporation/Société canadienne des postes
Postage paid
Lettermail
Poste-payé
Poste-lettre
1782711
OTTAWA

If undelivered, return COVER ONLY to:

Public Works and Government Services Canada –
Publishing and Depository Services
Ottawa, Ontario K1A 0S5

En cas de non-livraison,
retourner cette COUVERTURE SEULEMENT à:

Travaux publics et Services gouvernementaux Canada –
Les Éditions et Services de dépôt
Ottawa (Ontario) K1A 0S5

WITNESSES

Wednesday, January 31, 2007

Office of the Superintendent of Financial Institutions Canada (OSFI):

Julie Dickson, Acting Superintendent of Financial Institutions.

Thursday, February 1, 2007

TSX Group (Toronto Stock Exchange):

Robert Fotheringham, Vice-President of Trading.

Alternative Investment Management Association (AIMA):

Tris Lett, Deputy Chair;

Michael Burns, Legal Counsel.

TÉMOINS

Le mercredi 31 janvier 2007

Bureau du surintendant des institutions financières Canada (BSIF) :

Julie Dickson, surintendant intérimaire des institutions financières.

Le jeudi 1er février 2007

Groupe TSX (Bourse de Toronto) :

Robert Fotheringham, vice-président des transactions.

Alternative Investment Management Association (AIMA) :

Tris Lett, vice-président;

Michael Burns, conseiller-juridique.

Available from:
PWGSC – Publishing and Depository Services
Ottawa, Ontario K1A 0S5
Also available on the Internet: http://www.parl.gc.ca

Disponible auprès des:
TPGSC – Les Éditions et Services de dépôt
Ottawa (Ontario) K1A 0S5
Aussi disponible sur internet: http://www.parl.gc.ca